

---

# UNA VISIÓN MACROECONÓMICA DE LOS VEINTICINCO AÑOS DE VIGENCIA DE LA CONSTITUCIÓN ESPAÑOLA.

.....  
**JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA**

Director General. *Banco de España*

**CUANDO EN 1978 SE APROBÓ LA CONSTITUCIÓN, QUE CULMINABA LA TRANSICIÓN A LA DEMOCRACIA, LA ECONOMÍA ESPAÑOLA SE ENCONTRABA INMERSA EN UNA GRAVE CRISIS EN LA QUE LOS DESEQUILIBRIOS DE ORDEN MACROECONÓMICO**

29

alcanzaban una gran severidad. Se habían disparado todas las señales de alerta, las subidas de los precios se encontraban en zona de máximos históricos, la actividad económica se hallaba estancada, el desempleo crecía de manera rampante y el déficit de la balanza de pagos y la salida de capitales socavaban la cotización de la peseta. Y lo que era más grave, no existían mecanismos de estabilización, pues los vinculados al Estado autoritario anterior habían dejado de funcionar, mientras que ni siquiera se había diseñado, todavía, el marco institucional adecuado para

el seguimiento de una política de estabilidad en la nueva situación.

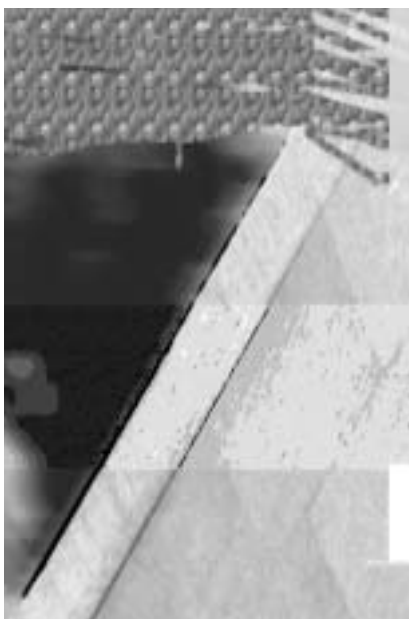
En el año 2003, veinticinco años después, España forma parte de la Unión Económica y Monetaria (UEM) y comparte con los países europeos más avanzados un régimen consolidado de estabilidad macroeconómica, manteniendo ritmos de crecimiento de la producción y del empleo más dinámicos que la media del área. La historia macroeconómica del período constitucional es, por lo tanto, la historia de la larga batalla por superar los graves desequilibrios de los que se partía

y por el establecimiento de un régimen de estabilidad que hiciera posible el crecimiento sostenido.

No tiene mucho sentido pretender describir todo lo sucedido en el ámbito macroeconómico durante este largo e intenso período dentro del reducido formato de un breve artículo. Puede tener interés, en cambio, concentrarse en la caracterización de los factores principales en los que se ha apoyado tan radical transformación, aunque se incurra con ello en el peligro de una excesiva simplificación, sobre todo al aislar las cuestiones macro-

económicas de otras transformaciones más profundas del sistema económico, sin las cuales no habría sido posible el tránsito a un nuevo régimen de crecimiento estable.

En cualquier caso, como las fronteras de la macroeconomía son siempre difíciles de trazar, es importante clarificar desde el principio que la transformación del régimen macroeconómico ha estado estrechamente vinculada a la apertura de la economía al exterior y a la liberalización de su marco regulatorio. Se trata de tres facetas de un mismo proceso que, aunque no avancen siempre al mismo ritmo, guardan entre sí una estrecha interdependencia.



•••••  
**UN DIFÍCIL PUNTO DE PARTIDA**

peculiar configuración institucional del mercado de trabajo.

La característica más sobresaliente del contexto de crisis en el que se aprobó la Constitución de 1978 era la persistencia de graves tensiones inflacionistas en presencia de un rápido incremento del desempleo. La segunda crisis de los precios del petróleo de los años setenta, más intensa que la primera, había dado lugar a alzas generalizadas de precios que se vieron favorecidas en los países industrializados por el seguimiento, salvo en casos muy aislados, de políticas expansivas de demanda que trataban de eludir las pérdidas de renta que comportaba el encarecimiento del petróleo. Una reacción que tendió a incrementar el coste, en términos de desempleo, del control de la inflación y la severidad de la recesión posterior.

Las políticas de corte keynesiano que habían impulsado la expansión en la primera parte de los años setenta mantuvieron una inercia amparada por la creciente inestabilidad de los últimos gobiernos del régimen anterior y por la prioridad que los gobiernos preconstitucionales de la transición otorgaron a la contención del malestar social y a la consecución de precarios equilibrios políticos. La política monetaria carecía de los instrumentos adecuados para poner límites a una expansión incontrolada de la liquidez, a la vez que se multiplicaban las subvenciones y los programas de gasto público para hacer frente a una creciente demanda social expoliada por los efectos de la crisis económica. Aunque se partía de una baja participación del presupuesto del Estado en la actividad económica, en comparación con los patrones vigentes en los países europeos, el rápido crecimiento de los gastos públicos desbordó por completo la capacidad recaudatoria del viejo sistema fiscal, dando lugar al aumento del déficit público, cuya única forma de financiación posible era mediante la apelación al Banco de España. La irrupción de una grave perturbación de oferta, como la generada por el encarecimiento de la energía, en un marco de una profunda inestabilidad política, puso, en definitiva, al descubierto la

inexistencia de mecanismos efectivos de control de la demanda agregada.

El marco institucional prevaeciente en el mercado de trabajo se caracterizaba por una elevada rigidez de los contratos laborales, con altos costes de indemnización frente a los despidos considerados improcedentes, que se presentaban como una compensación frente a la inexistencia de las libertades de asociación sindical y del derecho de huelga, y por unos mecanismos de intervención del Estado en la negociación colectiva que aseguraban, en última instancia, un cierto control del crecimiento de los salarios. Se trataba de un esquema institucional que pudo funcionar con coherencia económica en un marco de rápido crecimiento económico, bajo nivel de desempleo —gracias, entre otras cosas, a la emigración de los trabajadores españoles a Europa— y al sometimiento de las relaciones laborales a la restrictiva regulación del orden público.

Sin embargo, dicha coherencia desapareció cuando se hizo presente la presión de los sindicatos en la negociación colectiva y el control indirecto de los salarios dejó de ser efectivo. Las tensiones alcistas de los costes laborales vinieron entonces a sumarse a la persistencia de una notable rigidez en el ajuste del empleo. Se hizo práctica habitual en esos años tomar como referencia generalizada la elevada inflación pasada más 2 ó 3 puntos atribuidos genéricamente a las mejoras de productividad. Así, a la carencia de mecanismos de estabilización de la demanda agregada, se añadía un marco institucional del mercado de trabajo en el que se amplificaban las tensiones inflacionistas mediante un sistema generalizado de indiciación de los salarios con la inflación pasada, a la vez que los elevados costes de ajuste del empleo acentuaban el efecto disuasor de la creación de empleo.

El afianzamiento del nuevo Estado democrático se enfrentaba, por tanto, a una grave crisis de inestabilidad macroeconómica, que aunaba inflación, desempleo y crisis de la balanza de pagos, y a una abrumadora agenda de cambios imprescindibles para abordar el arraigo de los hábitos inflacionistas, las prácticas gene-

ralizadas de indiciación de las rentas y los círculos viciosos de inflación-devaluación que desestabilizaban las relaciones económicas con el exterior.



### LA AGENDA PARA LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

El encauzamiento de los graves problemas de inestabilidad que ahogaban el crecimiento económico, con el consiguiente despilfarro de recursos productivos, iba a requerir un largo proceso de ajuste y un gran esfuerzo para instaurar un entramado apropiado de instituciones y políticas económicas, que habría de prolongarse durante casi todo el período bajo revisión y que habría de afectar a prácticamente todos los aspectos del funcionamiento macroeconómico. Cabe, sin embargo, ordenar las principales transformaciones bajo un encabezamiento genérico de la agenda para la estabilización macroeconómica. Esta forma de aproximación permite reflejar adecuadamente la naturaleza y el alcance de cada uno de los principales cambios del marco macroeconómico general, aunque será necesario más adelante ponerlos en relación con los principales hitos de la evolución de la economía española durante el período.

La articulación de una agenda de estas características se fue apoyando en la progresiva aceptación, en un proceso de debate político y social complejo y no exento de vaivenes, de los argumentos a favor de la estabilidad macroeconómica como requisito imprescindible para el crecimiento sostenido. Más allá del creciente consenso a nivel internacional sobre estas tesis, en el caso español el decantamiento de la opinión estuvo muy influido por las lecciones que se fueron extrayendo de los graves problemas que los tradicionales sesgos de inestabilidad venían comportando para el funcionamiento de la economía. Los recurrentes episodios de inestabilidad macroeconómica habían venido desembocando sistemáticamente en recesiones profundas, aumentos voluminosos del paro y retro-



cesos en la convergencia con los niveles de bienestar de los países europeos, que hacían patentes sus elevados costes en todos los órdenes.

#### LA APERTURA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

El cambio de régimen macroeconómico y el giro de la política económica para estabilizar la economía en el nuevo marco político de la democracia estuvieron estrechamente vinculados a la necesidad de adoptar un modelo de economía abierta al exterior. Los tímidos esfuerzos de apertura que se habían venido realizando desde el Plan de Estabilización se habían enfrentado a numerosas resistencias internas y a la imposibilidad de mantener los equilibrios básicos sin entrar en modificaciones sustanciales del marco regulatorio y del funcionamiento macroeconómico vigentes. Las crisis recurrentes de balanza de pagos y las reacciones más o menos proteccionistas revelaban la incapacidad de una economía lastrada por un fuerte intervencionismo y heredera todavía de algunos resabios de nacionalismo económico para sobrevivir con éxito en una economía internacional crecientemente integrada.

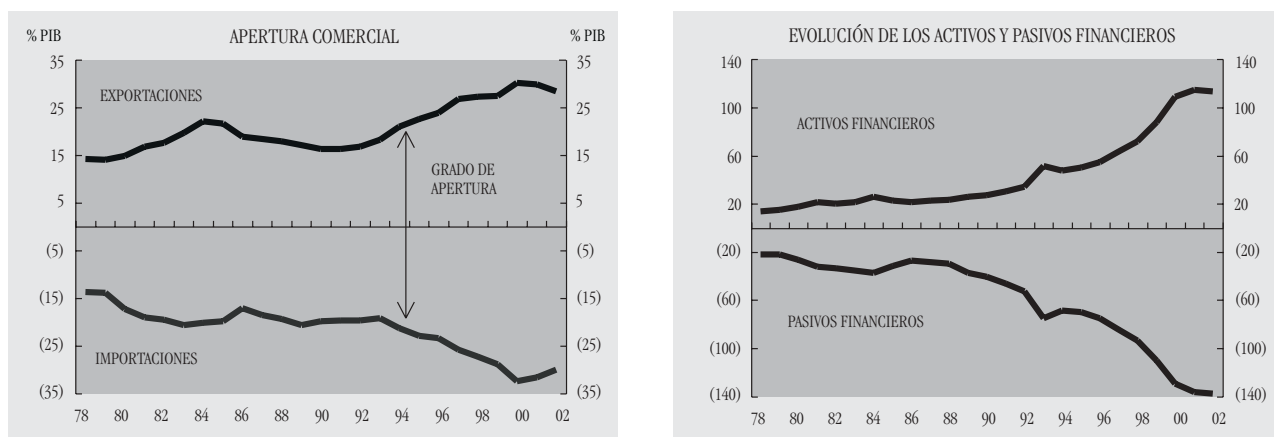
La exclusión de España de la entonces Comunidad Económica Europea era la ex-

presión más patente del aislamiento y pesaba como una losa sobre la capacidad para definir y mantener una estrategia económica viable, hasta el punto de que los propios requisitos políticos para incorporarse al proyecto europeo desempeñaron un papel preeminente en la salida democrática del régimen político anterior.

Así, la apertura al exterior ha sido una de las principales fuerzas motrices de las grandes transformaciones de este período. Un proceso que ha supuesto el desarme arancelario, la entrada en la Unión Europea (UE), la eliminación de los controles de capital, la asunción de las reglas del Mercado Único y la participación en la fundación de la UEM, por mencionar sólo los cambios cualitativos más relevantes.

Todos estos cambios han alterado radicalmente la dimensión de las relaciones económicas con el exterior (véase gráfico 1) (1). En términos de flujos comerciales, la suma de exportaciones e importaciones que en 1978 representaba el 28% del PIB ha llegado a superar el 60% a principios del nuevo siglo. Un cambio en el grado de apertura que refleja la transición desde una economía todavía considerablemente cerrada hacia patrones comparables a los de las economías con una mayor tradición de integración internacional.

GRÁFICO 1  
APERTURA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Las transformaciones son aún más sorprendentes, por su intensidad, cuando se observan las transacciones financieras y los flujos de inversión internacional. La variación neta de activos y pasivos exteriores en porcentaje del PIB ha pasado del 1,8% y 4,9%, en 1981, al 12,3% y 13,8%, respectivamente, en 2002. A su vez, la inversión extranjera directa en España ha pasado del 0,8% al 3,2% del PIB durante el mismo período, alcanzando un máximo del 6,6% en 2000, mientras que la inversión directa de España en el resto del mundo ha aumentado desde el 0,1% al 2,8% del PIB, con un máximo, también en 2000, del 9,7%.

La apertura al exterior ha ejercido un impulso de transformación al actuar como un catalizador de la disciplina macroeconómica y financiera, que resulta imprescindible para el desarrollo de las economías avanzadas en el actual contexto internacional, y de la liberalización económica necesaria para la mejora de la eficiencia y el dinamismo de la innovación.

#### LA PUESTA EN MARCHA DE UNA POLÍTICA MONETARIA ACTIVA

La gravedad de las tensiones inflacionistas que se pusieron de manifiesto durante

la transición política reflejaba la precariedad de los mecanismos de control monetarios vigentes. Algo que venía de lejos, pues cuando se analiza con perspectiva histórica la trayectoria seguida por la política monetaria, destaca la tardanza con la que el Banco de España empezó a asumir las funciones específicas de un banco central emisor con responsabilidades definidas en el ámbito de los equilibrios macroeconómicos, como consecuencia de su tradicional supeditación a las necesidades de la Hacienda Pública y del raquitismo de los mercados financieros nacionales.

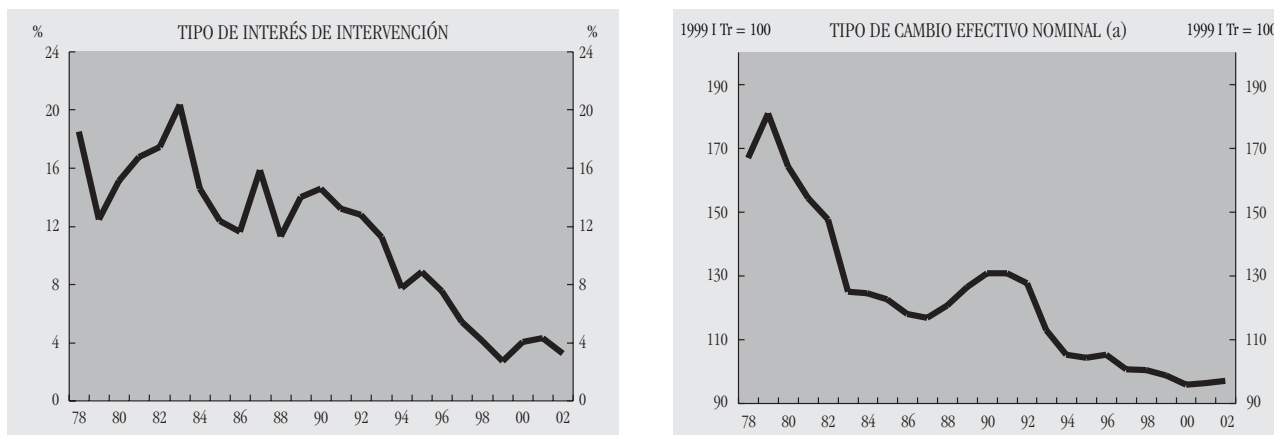
La recuperación de las funciones estabilizadoras de la política monetaria se enfrentaba, en primer lugar, al escaso respaldo social que tenían en España las metas de estabilidad económica, a pesar de que esta cualidad resultaba cada vez más apremiante en un contexto de apertura al exterior. La tradicional proclividad hacia las tensiones inflacionistas y la ausencia de dispositivos estabilizadores eficaces tendieron a alimentar la desconfianza frente a dichas metas, cuando no las dudas sobre su propia deseabilidad cuando su consecución podría comportar costes a corto plazo. Estas actitudes se habían traducido en hábitos muy arraigados de indicación de precios y rentas que reforzaban la inercia de las tensiones inflacionistas y

elevaban el coste de las políticas de estabilidad.

La construcción de una política monetaria activa capaz de ejercer un control efectivo sobre las tendencias inflacionistas a medio y largo plazo resultaba una tarea enormemente compleja que requería avanzar simultáneamente en múltiples frentes: el fortalecimiento del Banco de España como autoridad monetaria, la elaboración de unas estrategias capaces de articular las actuaciones de la política monetaria en función de unos objetivos encaminados a la consecución de la estabilidad, el diseño de unos mecanismos eficaces de intervención en la determinación de las condiciones monetarias de la economía y la adquisición de un creciente apoyo social a sus metas de estabilidad y de una credibilidad suficiente en la orientación antiinflacionista de la política monetaria.

Todo ello requeriría de un esfuerzo continuado a lo largo del tiempo, que tendría que irse materializando a la vez que se abordaban nuevos y complejos episodios de inestabilidad y siendo dependiente de otros factores como la transformación y evolución de los mercados financieros y las finanzas del sector público, que condicionaban muy severamente la capacidad de actuación monetaria.

GRÁFICO 2  
PUESTA EN MARCHA DE UNA POLÍTICA MONETARIA ACTIVA



(a) Calculado con respecto a países desarrollados.

FUENTE: Banco de España.

No resulta fácil resumir en unos cuantos párrafos una trayectoria que ha supuesto numerosas reformas del marco regulatorio de la política monetaria (entre otras, tres leyes diferentes sobre el propio Banco de España), la utilización de una amplia gama de estrategias de política monetaria, que va desde la más tradicional de los objetivos sobre agregados monetarios (con diversas variantes) a la más innovadora de la fijación irrevocable de paridades dentro del euro y el constante refinamiento de los procedimientos operativos, de acuerdo con el esquema de estrategia y con los requerimientos derivados de las transformaciones de los mercados. Una trayectoria que va desde las dificultades extremas para alcanzar un cierto control de la liquidez en una situación de fuertes tensiones inflacionistas al logro final de unos objetivos directos de inflación coherentes con la estabilidad de los precios, que permitió a España participar en la fundación de la UEM, culminándose con ello la vieja aspiración de alcanzar el régimen de estabilidad macroeconómica y disciplina financiera que necesitan las economías modernas para desarrollar su potencial de competitividad y crecimiento. Se dio así la paradoja de que la política monetaria española alcanzaba plenamente sus objetivos estabilizadores en el momento de compartir su soberanía sobre la política monetaria única de la UEM.

Durante los primeros años de la democracia se mantuvo una línea de continuidad con las prioridades introducidas a principios de los años setenta, consistentes en establecer una estrategia de control de la liquidez y en la configuración de unos mercados monetarios y de deuda pública que la hicieran posible. Para ello se puso en pie una estrategia de control monetario en dos niveles. En el primer nivel se establecieron unos objetivos finales en términos de inflación y de crecimiento del producto, que se perseguían mediante el control de un agregado monetario amplio (primero M3 y luego ALP) que desempeñaba el papel de objetivo intermedio de la política monetaria. En el segundo nivel, el Banco de España controlaba una variable instrumental (primero los activos de caja y posteriormente el tipo de interés de intervención) que se suponía estrechamente relacionada con el objetivo intermedio.

Dicha estrategia se aplicó al principio, en presencia del *shock* de oferta del precio del petróleo y del estancamiento económico del período preconstitucional, con grandes dosis de gradualismo, pero con el refuerzo institucional que supuso la incorporación de los objetivos monetarios dentro de los Pactos de la Moncloa, el endurecimiento de la política monetaria como principal instrumento antiinflacionista fue haciéndose cada vez más evidente

(véase gráfico 2). Y para ello, fue imprescindible introducir un conjunto de medidas que sirvieran para configurar un verdadero mercado monetario con la profundidad y liquidez suficientes para difundir con eficacia al conjunto de la economía los impulsos monetarios emitidos desde el banco emisor, a la vez que se implantaban unos procedimientos operativos basados en los mecanismos de mercados para el suministro y drenaje de liquidez y para la conducción de los tipos de interés básicos.

La eficacia de este esquema, en un contexto de fuertes tensiones inflacionistas y escasa cooperación procedente de otros ámbitos de la política económica, se fue debilitando conforme avanzaba el desarrollo de los mercados y la diversificación financiera transfronteriza. Cuestiones que difuminaban la línea de demarcación del agregado monetario bajo control, obligando a su constante redefinición, interferían en la cadena de transmisión de los impulsos monetarios e incrementaban la interacción entre las variables financieras internas y los cada vez más cuantiosos y volátiles flujos financieros internacionales.

La progresiva exposición exterior de la economía puso de manifiesto las crecientes implicaciones sobre el equilibrio externo de la política monetaria, atribuyendo



un papel cada vez más relevante al comportamiento del tipo de cambio. Una orientación que, en medio de fricciones frecuentes entre los objetivos interiores y exteriores, condujo finalmente a la incorporación de la peseta al mecanismo de cambio del Sistema Monetario Europeo (SME). Esta decisión se adoptó desde la perspectiva más amplia de incorporación a los proyectos de cooperación monetaria europea, en unos momentos en los que, en el marco de la primera presidencia española de la Comunidad, se aprobaba el esbozo de la Unión Monetaria.

Con este paso se reforzaron los mecanismos de estabilidad, se abrieron las puertas al proceso de convergencia nominal y se instauraban unos resortes que, a la larga y a pesar de los difíciles avatares por los que se habría de pasar, terminarían resultando útiles para el futuro acceso al euro. Sin embargo, dicha opción planteaba requisitos muy ambiciosos en términos de coherencia de las políticas socioeconómicas, que si no se satisfacían adecuadamente tendían a generar graves dilemas a la política monetaria al tener que optar entre la priorización de los requisitos de estabilidad interna o el cumplimiento de los compromisos cambiarios.

Como se verá más adelante, la desequilibrada combinación de políticas económicas empleada durante los primeros intentos de la convergencia condujo a una sistemática desviación de los objetivos establecidos para los agregados monetarios y a una fuerte apreciación real de la moneda, con la consecuente erosión de la competitividad, que condujo inevitablemente a una secuencia de devaluaciones de la peseta, que se inició con la crisis del SME de septiembre de 1992. Todo ello supuso, entre otras muchas cosas, una grave quiebra de credibilidad para la política monetaria y una pérdida del anclaje nominal de la economía.

La reanudación de la senda de la convergencia, después del período de turbulencias entre 1992 y 1994, requirió una seria reorientación de la política económica, que implicaba un cambio profundo en el modelo de política monetaria, que afectaba tanto al marco institucional como al esquema de objetivos. En el plano institucional, la Ley de Autonomía del Banco de



España de 1994 le concedió plena independencia para diseñar e instrumentar la estrategia que juzgara más adecuada para ajustarse al mandato recibido de perseguir como objetivo primordial la estabilidad de los precios. En el plano de la estrategia monetaria, el Banco de España, haciendo uso de su autonomía, optó por implantar un modelo de objetivos directos de inflación que definía a medio plazo las referencias adecuadas para alcanzar una senda de convergencia con los niveles de estabilidad de los precios en los países centrales de la UE.

Esta nueva estrategia, que contó con la imprescindible colaboración de una política fiscal más disciplinada, permitió recuperar la credibilidad e incrementar la eficacia estabilizadora de la política monetaria y prestó una contribución decisiva al logro de los criterios de convergencia que habían de permitir la entrada de España en la UEM como país fundador. Una vez que los mercados percibieron que dicha apuesta tenía altas probabilidades de resultar exitosa, se pusieron en marcha una serie de expectativas y de mecanismos de confianza que aliviaron considerablemente los riesgos que podrían haberse presentado en el tramo final del proceso. A partir de entonces, la estrategia y las decisiones monetarias relevantes para España han sido las establecidas por el Eurosis-

tema para el conjunto del área del euro, en un contexto de mercados monetarios plenamente integrados y completa convergencia en la curva de tipos de interés.

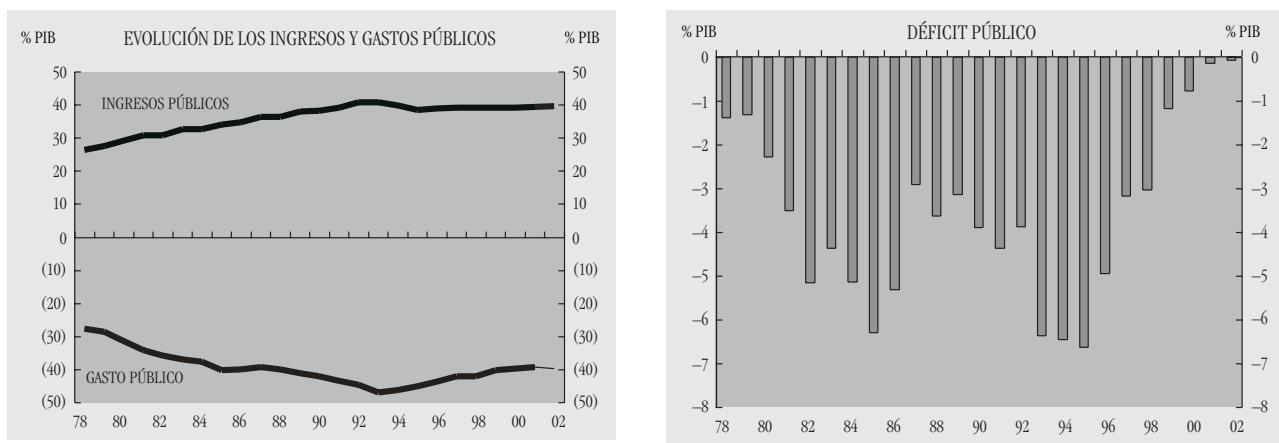
#### LA MODERNIZACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS Y SU SANEAMIENTO

Entre las dificultades a las que se enfrentaba la nueva orientación de la política económica destacaba el modelo obsoleto e ineficiente de la hacienda pública vigente al comienzo de la transición, que combinaba una insuficiente capacidad recaudatoria con una composición de los gastos inadecuada a las nuevas necesidades de la economía, que lo hacían especialmente inapropiado para asumir las funciones estabilizadoras y redistributivas que se le demandaban.

En particular, los riesgos que suscitaban la apertura de la economía y la extensión de los mecanismos de mercado generaron una creciente presión por impulsar la red de seguridad del estado de bienestar de los países europeos, que se encontraba muy poco desarrollada en España. De hecho, en aquellos años se inició un proceso que habría de suponer un importante avance en la cobertura de servicios públicos fundamentales como la educación y la sanidad, en el desarrollo de prestaciones propias del estado de bienestar como la protección frente al desempleo y las pensiones. Sin embargo, la escasa capacidad de la política económica para moderar dichas presiones y la limitada asunción de las reglas del juego de una economía de mercado desembocaron en un rápido crecimiento del sector público, que dio lugar a la aparición de ineficiencias y que se enfrentó con la inexistencia de mecanismos de disciplina presupuestaria y de financiación apropiada de los déficit emergentes.

El nacimiento del orden constitucional planteó la apremiante necesidad de un nuevo estado fiscal que proveyese el requerido crecimiento de los ingresos tributarios. La importante modernización que supuso la reforma de 1979, que afectó a los impuestos más relevantes, incrementó notablemente la capacidad recaudatoria,

GRÁFICO 3  
MODERNIZACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS Y SU SANEAMIENTO



FUENTES: Ministerio de Hacienda, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

pero no fue suficiente para equilibrar el rápido crecimiento de los gastos públicos, dando lugar a la aparición de déficit públicos crecientes (véase gráfico 3), cuya financiación descansaba, en ausencia de mercados de deuda pública, en el recurso al Banco de España, primero, y en la imposición de coeficientes de financiación obligatoria al sistema crediticio, después, cuando se hicieron patentes las fricciones que se introducían en la política monetaria.

La rapidez de la expansión del sector público y las distorsiones que creaba su financiación se convirtieron en la principal amenaza para los objetivos de restaurar la estabilidad. Así, a mediados de los años ochenta se inició un esfuerzo de consolidación fiscal que se vio favorecido por unos poderosos efectos cíclicos, cuya contribución resultaba difícil de identificar. De hecho, las autoridades tendieron a confiar en la sostenibilidad del elevado crecimiento de la recaudación y a ceder, en el marco de reglas muy débiles de disciplina presupuestaria, frente a la creciente presión de las demandas de gasto público. La huelga general de diciembre de 1988, convocada por los sindicatos para protestar frente a un controvertido plan de empleo juvenil, fue la cristalización más visible de dichas presiones y supuso el retorno a la laxitud presupuestaria.

La progresiva erosión de la credibilidad presupuestaria que todo ello supuso entró en contradicción con los requisitos de convergencia establecidos por el Tratado de Maastricht e hizo que la situación presupuestaria se hiciera insostenible cuando la economía volvió a entrar en recesión después de la crisis de 1992, contribuyendo a exacerbar las turbulencias financieras que sacudieron a la economía española. Aunque ya se habían desarrollado los mercados de deuda, se habían suprimido los mecanismos de financiación privilegiada y se había prohibido el recurso al Banco de España, la magnitud del déficit público y el ritmo de crecimiento de la deuda constituían en sí mismos unos poderosos factores de desestabilización, independientemente de la ortodoxia de sus formas de financiación.

Al igual que en el caso de la política monetaria, aunque con un mayor retraso, las consecuencias de este nuevo episodio de inestabilidad habían de servir de revulsivo para recuperar una estrategia de consolidación presupuestaria, bajo el impulso de los requerimientos europeos. Una tarea que se tendría que llevar adelante asumiendo en paralelo las enormes repercusiones presupuestarias del alto grado de descentralización fiscal, sobre todo de los gastos públicos, que se derivó del modelo constitucional del Estado de las

Autonomías. Tras el fracaso de los primeros programas de convergencia, la reducción del déficit público a un ritmo suficiente para colocarse por debajo del 3% en 1997 fue la principal regla de disciplina presupuestaria, que, posteriormente, se vería reforzada por el Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento y su traducción al caso español en las Leyes de Estabilidad Presupuestaria.

Los esfuerzos de esta última fase, que se apoyaron en una profunda reordenación del sector público empresarial y un amplio programa de privatizaciones, en las reformas introducidas en algunas prestaciones sociales que inducían sesgos e ineficiencias en el comportamiento del gasto y un control más estricto del consumo público, resultaron decisivos para alcanzar el nivel de estabilidad requerido para formar parte de la UEM y para hacerla compatible con el avance en la convergencia real.

En la etapa de pertenencia a la UEM, la pérdida de soberanía en el manejo de los tipos de interés y del tipo de cambio ha incrementado considerablemente el protagonismo de la política fiscal como instrumento de estabilización interna y para afrontar adecuadamente las divergencias que puedan surgir entre los requerimientos domésticos y el tono de la política monetaria única. Funciones éstas que só-

lo se pueden asumir desde una posición de solidez de las finanzas públicas, como la que se ha alcanzado en los últimos años y para cuyo mantenimiento habrá que abordar nuevos retos como los derivados del envejecimiento de la población.

### LA FLEXIBILIZACIÓN DEL MERCADO DE TRABAJO

Las dificultades de ajuste del mercado de trabajo, en las que se manifestaban la presencia de importantes problemas regulatorios e institucionales, han sido un condicionante de primer orden de las posibilidades de alcanzar un crecimiento estable. A finales de los setenta era evidente que la combinación de la herencia del marco institucional propio del régimen político anterior y de los cambios introducidos por la transición a la democracia carecía de la coherencia y de la flexibilidad necesarias para facilitar el ajuste de las empresas y la creación de empleo en una economía sometida a una creciente competencia externa. En el marco anterior, las limitaciones que generaba la rigidez en el ajuste del empleo encontraban una compensación en el bajo nivel de los salarios y la amplia flexibilidad de la estructura salarial, que permitía el ajuste a las condiciones cíclicas y a las circunstancias de cada empresa.

Sin embargo, ese modelo resultaba incompatible con el funcionamiento de una economía de mercado en un régimen de democracia política. Los sindicatos adquirieron el protagonismo que anteriormente se les había negado y tendieron a considerar las garantías heredadas como logros sociales que la democracia no podía poner en cuestión. Así, el nuevo marco regulatorio elaborado bajo los condicionamientos del difícil equilibrio político de la transición, aunque introdujo algunos elementos de racionalidad, tendió a consagrar los principales rasgos de la legislación vigente, a los que se añadió un sistema de negociación colectiva con pleno reconocimiento de la capacidad de actuación de los sindicatos. El resultado fue que a la insuficiente flexibilidad en el ajuste del empleo se le añadió una considerable presión alcista en la formación de



salarios, más acentuada en los empleos con salarios relativamente menores, que correspondían a actividades más intensivas en el uso del factor trabajo.

Las dificultades que generaba este marco regulatorio tendían a reforzar las tensiones inflacionistas en la formación de costes y a fomentar el ajuste mediante la reducción de plantillas o el ahorro de trabajo, impulsando el rápido crecimiento del desempleo (véase gráfico 4). La creación de un marco de crecimiento estable requería la adopción de reformas que fomentasen un ajuste más flexible, amortiguador de las presiones inflacionistas e incentivador de la creación de empleo. Se hacía necesario introducir modificaciones importantes en numerosos aspectos del marco regulatorio e institucional, que, por su trascendencia sobre las relaciones laborales, comportaban notables dificultades. El avance en este punto de la agenda por la estabilidad se fue produciendo con notable retraso y a remolque de la presión que ejercía el grave deterioro de la situación del mercado de trabajo. Las reformas se fueron anunciando y realizando en oleadas sucesivas de marcado carácter gradualista, buscando siempre aproximaciones parciales que evitasen la confrontación con los intereses del núcleo más protegido de los ocupados.

Así, una de las cuestiones centrales, como el elevado coste de las indemnizaciones por despido, se trató de abordar indirectamente mediante una gran apertura a distintas modalidades de contratación temporal que soslayaban los desincentivos procedentes de los altos costes de despido, pero que mantenían intactas las garantías para los trabajadores con contratos indefinidos. La debilidad de esta estrategia se puso de manifiesto en la rápida dualización del mercado de trabajo, con un elevadísimo porcentaje de trabajadores con contrato temporal, y en la inestabilidad del empleo que había de manifestarse abruptamente en las fases contractivas del ciclo.

No obstante, se fue produciendo un proceso de aprendizaje que facilitó la negociación de soluciones más equilibradas y en las que, progresivamente, se fue aceptando que una mayor flexibilidad en los costes de indemnización podía hacerse compatible con una mayor estabilidad de los contratos, a la vez que se reconocía el papel de la moderación salarial en la reducción de la inflación y la creación de empleo. En la reforma laboral de 1997 se materializó, por primera vez, una reducción explícita de los costes de despido en los contratos indefinidos y se avanzó significativamente en la reducción de las diferencias de costes entre los contratos temporales e indefinidos.

Con ello se había llegado a abordar, aunque incipientemente, el núcleo de los problemas estructurales de rigidez del mercado de trabajo, a la vez que se amplió considerablemente el abanico de instrumentos para la activación del mercado de trabajo y el fomento de la participación laboral.

Desgraciadamente, no puede decirse que las necesidades de reforma hayan sido plenamente satisfechas a lo largo del período —ya que quedan pendientes temas importantes como la estructura de la negociación colectiva—. Sin embargo, la sucesión de cambios introducidos, especialmente en el último tramo de la convergencia con la UEM, han prestado una contribución positiva a la consolidación de un régimen de estabilidad y al notable incremento en la capacidad de generación de empleo de la economía.



**LA LIBERALIZACIÓN DE MERCADOS DE BIENES Y SERVICIOS Y LAS REFORMAS ESTRUCTURALES**

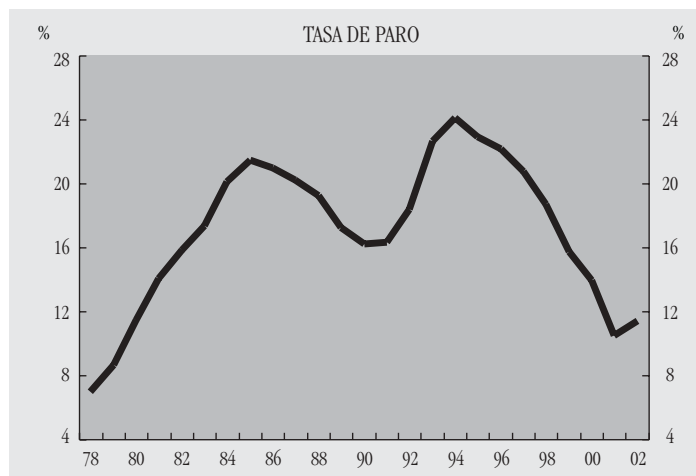
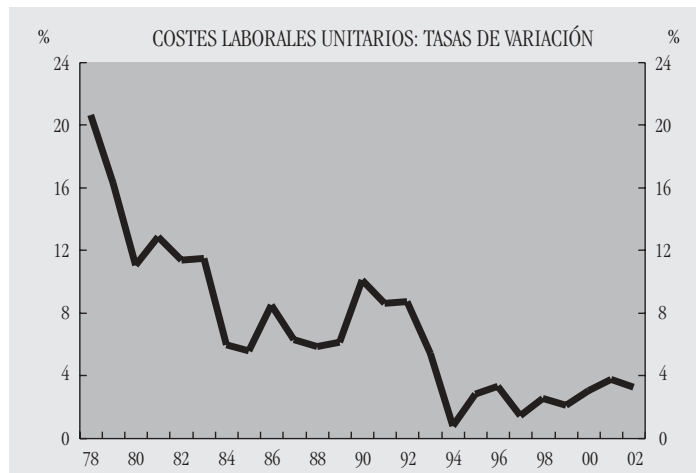
El esfuerzo por alcanzar cotas de estabilidad similares a las de los países centrales de la UE implicaba el fortalecimiento de las fuerzas de mercado y la progresiva superación de la herencia de intervencionismo y de rigidez regulatoria. La liberalización de la economía resultaba fundamental, no sólo para aumentar su eficiencia y su potencial de crecimiento en un entorno de elevada competencia, sino también para incrementar la capacidad de respuesta de la oferta agregada frente a los cambios en la demanda, de manera que se redujesen los sesgos inflacionistas y los costes de las políticas de estabilidad.

Las áreas en las que se requería una actuación en este terreno eran muy numerosas y el contenido de las reformas necesarias desbordaba con mucho el ámbito de la perspectiva macroeconómica. El esfuerzo liberalizador vino en gran parte impulsado desde el exterior por las exigencias de armonización regulatoria derivadas de la integración europea y por la propia dinámica de la competencia.

Ello explica que el avance haya sido muy desigual, relativamente rápido en el sector financiero y, en menor medida, en las áreas de los bienes comerciales, pero más lento en los mercados de los bienes y servicios, menos expuestos a la competencia, en los que las reformas sólo se han abordado en la última fase del período.

El sistema financiero español ha experimentado durante los últimos veinticinco años una vertiginosa transformación, pasando de una situación en la que prácticamente todas las actividades financieras se encontraban fuertemente encorsetadas por numerosas restricciones a la fijación de precios y a la instrumentación de las operaciones de inversión y financiación y por rígidos controles de los movimientos de capital con el exterior, a un sistema básicamente liberalizado en precios, instrumentos, operaciones e instituciones y plena libertad de transacciones financieras con el exterior, donde las regulaciones están orientadas a asegurar

**GRÁFICO 4  
FLEXIBILIZACIÓN DEL MERCADO DE TRABAJO**



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

un funcionamiento flexible y eficiente de los mercados con las garantías necesarias.

El aumento de la competencia, que se había iniciado antes de la aprobación de la Constitución, incrementó la presión sobre los márgenes de las instituciones financieras, obligándolas a mejorar su eficiencia en beneficio de la intermediación del ahorro, pero también coadyuvó a la aparición de algunas crisis financieras, que fueron particularmente intensas en el sistema bancario en la primera parte de la década de los ochenta. Hubo que modernizar y fortalecer las estructuras de supervisión prudencial de instituciones y mercados, y, como consecuencia de todo ello, el mapa del sistema financiero cambió en profundidad.

Los estímulos creados por la creciente libertad en las prácticas financieras fueron actuando de resorte para el impulso de las políticas macroeconómicas orientadas a la estabilidad, ya que los mercados actúan como un factor sancionador de las políticas divergentes o no suficientemente estables. A la vez, la modernización financiera fue facilitando la financiación ortodoxa y eficiente del sector público y fortaleciendo los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

La liberalización en los restantes mercados de bienes y servicios ha avanzado al ritmo impuesto por la apertura de la economía y como consecuencia del efecto del desarme arancelario y de la adopción de la regulación europea, particularmente la derivada del proceso del Mercado Único. De hecho, la perspectiva de la integración en la Comunidad aceleró un inevitable proceso de reconversión industrial, desencadenado por la intensa crisis energética a comienzos de los ochenta. Tras el saneamiento que ello supuso, la supresión de la protección comercial indujo una profunda liberalización de prácticamente la totalidad del sector industrial, que, una vez agotados los calendarios del desarme arancelario, ha tenido que vivir durante el resto del período bajo condiciones muy exigentes de competitividad, que han actuado como un acicate permanente para la búsqueda y conservación de sus ventajas comparativas.



En el resto de los sectores, dejando aparte el caso de la agricultura —que en el conjunto de la UE constituye una controvertida excepción—, el impulso de la apertura no fue suficiente para abordar su liberalización. Fue necesario que se hiciera patente el lastre que suponía para la eficiencia y la competitividad del sistema productivo la continuidad de prácticas no competitivas en las industrias de red, en las que pervivían poderosos monopolios públicos o privados y en una amplia gama de servicios.

La respuesta a estos problemas requería una política activa de liberalización de estos sectores, que se empezó a abrir camino con la creación de los órganos de defensa de la competencia y que en su aplicación conduciría también a un amplio programa de privatizaciones. Fue precisamente el Tribunal de Defensa de la Competencia el que, en 1993, estableció la agenda de las liberalizaciones pendientes. Una agenda muy amplia, en cuyo seguimiento se han dado pasos importantes en algunas parcelas, como es el caso de las telecomunicaciones, pero en la que quedan pendientes problemas complejos que resolver, como el del suelo, por citar sólo los polos más representativos.

Desde la perspectiva macroeconómica de este artículo, interesa subrayar que conforme se ha ido avanzando en la estabilidad y se han ido asumiendo comprome-

tos irreversibles en el manejo de los instrumentos de regulación de la demanda, mayor importancia han adquirido las reformas estructurales de contenido liberalizador para asegurar una continua dinámica de convergencia con los países de la UEM y la necesaria capacidad de ajuste frente a problemas específicos o conductas divergentes que pueden surgir.

---

## PRINCIPALES HITOS Y FASES

Resumir un período tan largo y tan intenso de la economía española, en el que han ocurrido cambios tan trascendentales, no se puede hacer sin incurrir en grados elevados de simplificación. En el apartado anterior se han sintetizado las principales fuerzas que han sostenido el proceso de convergencia hacia la estabilidad y la reorientación de la política económica, que han actuado como hilos conductores de la trama macroeconómica. Procede ahora describir la trayectoria seguida durante el período. Para evitar una mera narración cronológica, que difícilmente cabría dentro del formato de este artículo, y subrayar, en cambio, los rasgos más destacados de dicha trayectoria, se ha optado por establecer una periodificación basada en algunos de los principales acontecimientos que, por su trascendencia, pueden servir como hitos de demarcación entre las diferentes fases en las que se puede subdividir el último cuarto de siglo.

Una periodificación que, como todas, tiene elementos de artificiosidad que son especialmente perceptibles cuando se trata de sintetizar diversos procesos superpuestos, con cronologías diferenciadas, y cuando resulta muy difícil datar con precisión los cambios en la evolución de las variables económicas y el impacto de las principales perturbaciones y cambios institucionales.

Con estas limitaciones, y aceptando las imprecisiones de delimitar los períodos por grupos de años completos —como consecuencia de la necesidad de utilizar básicamente series de datos anuales—, se han establecido los siguientes períodos: de la aprobación de la Constitución a la

entrada en la Comunidad Europea (1978-1985), de la entrada en la Comunidad a la crisis del SME (1986-1992), la crisis y el saneamiento posterior (1993-1994), el período de la convergencia (1995-1998) y la pertenencia a la UEM (1999-2003).

**DE LA APROBACIÓN DE LA CONSTITUCIÓN A LA ENTRADA EN LA COMUNIDAD EUROPEA. 1978-1985**

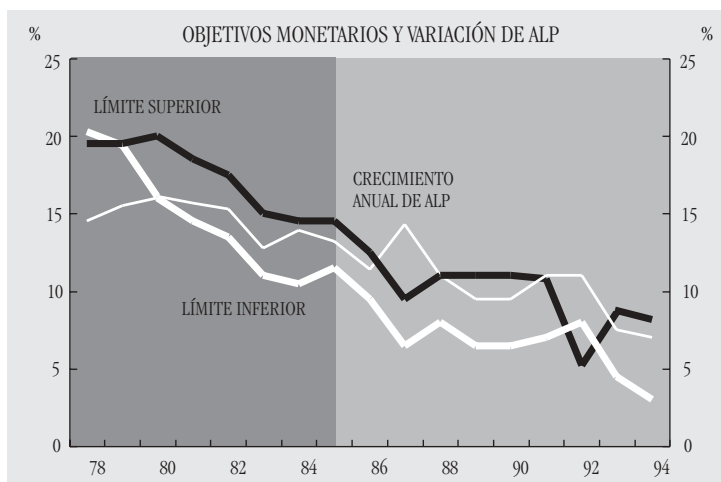
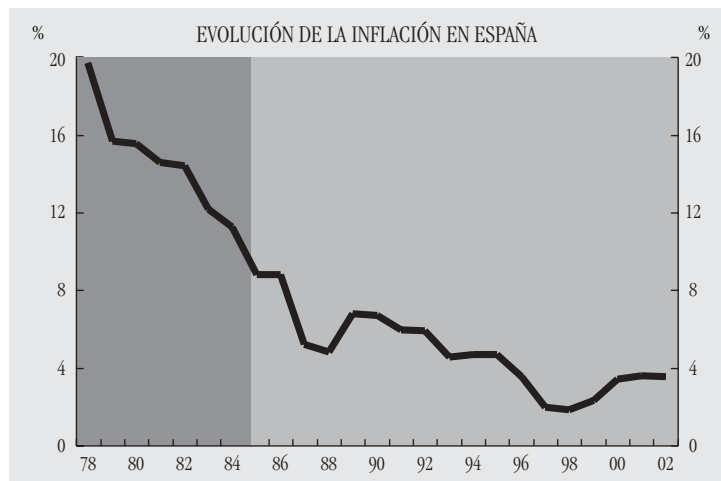
Éste fue un período particularmente duro y difícil, presidido por la continuidad de los esfuerzos de estabilización delineados en los Pactos de la Moncloa, en un marco en el que a la manifestación de los desequilibrios acumulados durante la transición, a los efectos desfasados de las crisis energéticas y a la inconsistencia de un dispositivo de política económica inapropiado se vino a sumar el impacto del ajuste necesario para la integración en la Comunidad.

En un entorno internacional relativamente débil, la economía española se enfrentaba a una crisis sin precedentes, en la que se unían factores de debilidad de la actividad y de la demanda con considerables tensiones alcistas de precios. El crecimiento medio del producto fue apenas del 1,2% en el conjunto de los ocho años, mientras que en el frente de los precios, aunque el máximo de inflación se había alcanzado en 1977, el período fue globalmente el más inflacionista de la historia económica reciente, con una tasa anual media del 14% (véase gráfico 5).

El protagonismo en la reconducción del tono acomodante, que hasta los Pactos de la Moncloa había dominado las políticas económicas, recayó sobre una política monetaria que se encontraba en las fases iniciales de un proceso de recuperación de un papel activo en la regulación macroeconómica.

La política fiscal del período se vio fuertemente condicionada por el rápido aumento de los gastos públicos que se desencadenó con la crisis del régimen anterior y la acumulación de demandas de protección frente a un Estado cuya actividad económica se basaba en el intervencionismo y en el sostenimiento de una amplísima red de empresas públicas

**GRÁFICO 5  
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN, CRECIMIENTO DEL CRÉDITO Y OBJETIVOS MONETARIOS**



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

que acumulaban numerosas ineficiencias, cuantiosas pérdidas y una elevada rigidez. El escaso desarrollo de las redes de protección del estado del bienestar y una dimensión del sector público reducida en comparación con otros países industrializados favorecieron una actitud permeable a las presiones sociales y políticas que habrían de engendrar una tendencia al desequilibrio presupuestario.

Entre 1978 y 1985 la proporción del gasto público en relación con el PIB pasó del 27,6% (en 1975 era del 23,5%) al 40,3%. Una expansión muy rápida que no encuentra paralelismo en la experiencia de otros países industrializados y que se produjo cuando ya se empezaba a cuestionar la excesiva dimensión que el sector público había llegado a alcanzar en algunos casos.

Los ingresos fiscales aumentaron también en respuesta a las reformas emprendidas y pasaron del 24,6% del PIB en 1978 al 31,8% en 1985, por lo que no fueron suficientes para evitar un constante aumento del déficit público, que pasó del 1,4% del PIB en 1978 al 6,5% en 1985, y eso a pesar de que el predominio de formas heterodoxas de financiación supusieron un ahorro considerable en la rúbrica de pagos de intereses. El resultado fue una política fiscal expansiva, cuyos efectos de contrapeso de la debilidad cíclica se vieron cuestionados por su abierto impacto inflacionista.

A su vez, los problemas de incoherencia en el funcionamiento del mercado de trabajo fueron especialmente agudos en este período y se manifestaron en fuertes tensiones alcistas de salarios. La remuneración por asalariado creció a una tasa anual media del 15,4% y los costes laborales internos lo hicieron al 11,8%, a pesar de que los procesos de ajustes de plantillas generaban importantes ganancias pasivas de productividad inducidas por el propio encarecimiento del factor trabajo y la falta de viabilidad económica de muchas empresas.

La política monetaria asumió en solitario la contención de las tensiones inflacionistas mediante subidas importantes de los tipos de interés de intervención, que pretendieron mantener, en medio de enormes dificultades de instrumentación, el crecien-

to de la liquidez dentro de las sendas que se iban definiendo en coherencia con los objetivos de control de la inflación. El tipo de intervención medio del período fue del 15,9%, lo que da una idea del tono restrictivo que adquirió la política monetaria. El ritmo de crecimiento medio del agregado monetario utilizado como objetivo intermedio (M3 ó ALP) fue del 16,9% y el grado de cumplimiento de las bandas fijadas para el crecimiento anual de dicho agregado fue muy elevado (véase gráfico 5).

La estabilización monetaria tuvo que instrumentarse a contracorriente de los efectos expansivos de la política fiscal. El crédito al sector público creció a una media anual del 48,1% en el período, por lo que el control de la liquidez se materializó a expensas de un efecto expulsión del sector privado, para el que el ritmo de crecimiento de la financiación crediticia se situó por debajo de la tasa de aumento de los precios.

No es de extrañar que los esfuerzos de estabilización resultaran muy costosos en términos de un predominio del estancamiento o el crecimiento muy débil a lo largo de todo el período. Unos costes que confluyeron con los efectos derivados de la reconversión industrial y de la reestructuración derivada de la preparación para la entrada en la Comunidad. Los resultados en el terreno de la inflación no fueron plenamente satisfactorios, pues se mantenía todavía una inflación de dos dígitos, pero se logró una reducción de la tasa de crecimiento del IPC desde el 19,7% en 1978 hasta el 8,8% en 1985, que suponía un alivio muy considerable de las graves tensiones con las que había comenzado esta fase y abría el camino para la continuidad de políticas estabilizadoras más consistentes y menos costosas.

La dureza del ajuste fue especialmente grave para la dinámica de la inversión y el comportamiento del empleo. Los efectos de expulsión de la financiación del sector privado, junto con la desfavorable comparación de los niveles de rentabilidad de los proyectos de inversión con los costes del endeudamiento, condujeron a un prolongado colapso de la financiación bruta de capital, tanto en equipo como en construcción, que tradicionalmente es más sensible a los tipos de interés. La tasa de crecien-

to medio anual de la formación bruta de capital fue del -0,9% en el conjunto de los ocho años, con las graves implicaciones que ello supuso para la capitalización y el crecimiento potencial de la economía.

En el mercado de trabajo, el estancamiento de la actividad y la subida persistente de los salarios dieron lugar a un sostenido proceso de reducción del nivel de empleo. En el período se registró una caída media anual del empleo equivalente al 1,9%, gestándose una rápida tendencia de incremento del desempleo, que pasó del 6,9% de la población activa en 1978 al 21,5 en 1985, cristalizando el que habría de ser el más grave problema de la economía a finales del siglo XX.

Aunque el balance del período fue muy gravoso por el lado de los costes, las políticas de ajuste aplicadas iniciaron la reconducción de los graves desequilibrios inflacionistas y establecieron las bases para que la economía española se pudiera beneficiar de la integración en la Comunidad, para la que se había ido preparando a lo largo de esta fase.

#### **DE LA ENTRADA EN LA COMUNIDAD A LA CRISIS DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO. 1986-1992**

La entrada en la Comunidad supuso la culminación del proceso de apertura que se había iniciado unas décadas antes y dio paso, tras el largo y penoso ajuste que la precedió, a un período de rápida expansión económica, acompañado por un cierto clima de euforia e, incluso, de exceso de confianza que, ante la inadecuada respuesta de la política económica, habría de tener graves repercusiones posteriores.

El impulso de competencia y liberalización que significó el ingreso en el mercado común puso en marcha notables fuerzas dinamizadoras de la economía, a pesar de las rigideces y problemas pendientes, que vinieron a desmentir rotundamente los temores con los que algunos sectores habían contemplado la apuesta por la integración europea. Tras los saneamientos realizados, el gasto interior, que había empezado a recuperar el dina-

mismo al final del período anterior, entró en una fase de rápida expansión, a la vez que las exportaciones ampliaban de forma continuada sus cuotas en los mercados internacionales y su peso en el PIB. Todos los componentes de la demanda final crecieron a tasas elevadas, impulsando, a pesar del también elevado dinamismo de las importaciones, una prolongada etapa de auge.

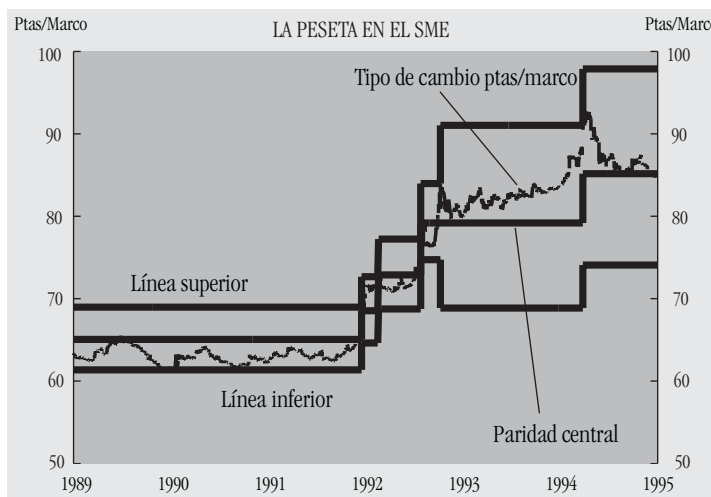
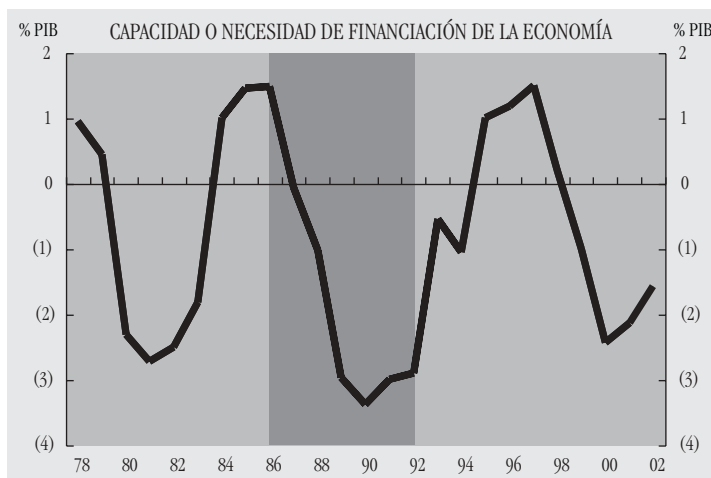
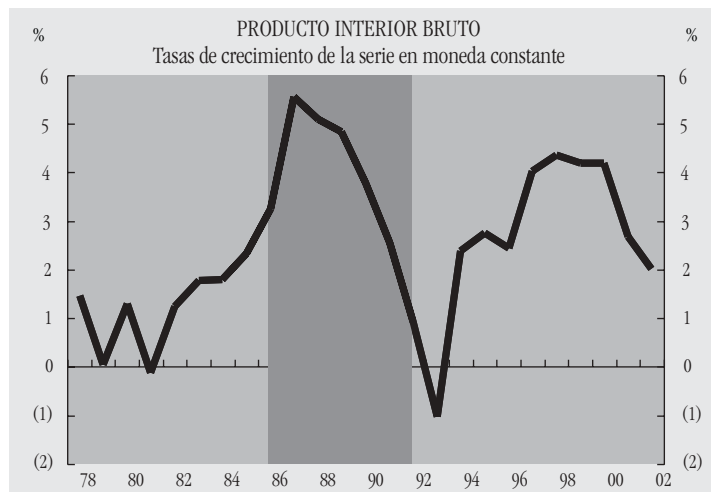
El crecimiento medio del PIB en este período fue del 3,7%, alcanzando una media superior al 5% en el trienio 87-89, que fue cuando se llegó al punto álgido (véase gráfico 6). La inversión desempeñó un elevado protagonismo en el sostenimiento de este ciclo, con un crecimiento medio anual de la formación bruta de capital del 7,3% en términos reales, con aportación de todos sus componentes. En ello desempeñaron un elevado protagonismo las cuantiosas entradas de inversión extranjera directa y la gran actividad inversora del sector público, que pasó, aproximadamente, del 3% del PIB al 5% a lo largo del período.

La fuerte presión de la demanda fue induciendo la aparición de desequilibrios que fueron acumulándose a lo largo del tiempo y que plantearon graves dilemas a la política económica. La inercia de las tensiones inflacionistas y la enorme resistencia con la que se encontraron los esfuerzos de aproximarse a las tasas requeridas por la convergencia continuaron siendo una fuente importante de problemas.

El IPC prosiguió, al principio del período, la senda de desaceleración que prolongaba los avances conseguidos en la estabilización, pero, al llegar a la zona del 5%, volvió a rebotar, en los años de mayor presión de la demanda, hacia ritmos cercanos al 7%, alcanzando en promedio una tasa del 6,3%. Esta resistencia se vio reforzada por la persistencia de las tensiones alcistas de salarios —la remuneración por asalariado creció a una tasa media del 9% y los costes laborales unitarios al 7,7%— y por la ampliación de los márgenes en los sectores menos expuestos a la competencia.

La continuidad de las presiones salariales, favorecida por el tono expansivo de la demanda, encontraba soporte en las disfunciones que seguían afectando al mercado

GRÁFICO 6  
EVOLUCIÓN DEL PIB, DE LA FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA Y DE LA PESETA EN EL SME



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



de trabajo. No obstante, la introducción de nuevas formas de contratos de trabajo temporales permitió poner fin a la larga fase de destrucción de empleo e invertir la tendencia. En el conjunto del período el empleo equivalente creció a una tasa media del 2,5%, con un ritmo cercano al 4% en el trienio 87-89 del máximo auge cíclico.

Pero la mayoría del empleo creado fue de carácter temporal, de manera que la segmentación del mercado de trabajo se extendió a gran velocidad hasta alcanzar pronto proporciones de temporalidad difícilmente sostenibles en el tiempo, a la vez que la conservación de la rigidez en el núcleo de los empleos con contrato estable favoreció la dinámica de incrementos salariales a pesar del alto nivel de paro existente. La tasa de desempleo alcanzó un máximo relativo del 21,5% en 1985 y se redujo hasta el 16,3% en 1991, antes de volver a empezar a subir a final del período.

La concatenación de una elevada absorción interna con un deterioro de la competitividad —fruto de las alzas de precios y costes y de una política cambiaria en la que, como se verá más adelante, cristalizaron muchas de las contradicciones y tensiones del período— llevó a un aumento considerable del déficit comercial, que alcanzó un nivel medio del 5,6% del PIB, con un máximo del 6,9% en 1989. Empeoramiento que se manifestó en un cambio del saldo excedentario de la balanza de pagos en déficit crecientes a partir de 1987, que llevaron a unas necesidades de financiación de la nación en torno al 3% del PIB entre 1989 y 1992.

No obstante, el diagnóstico del déficit exterior se vio oscurecido por las voluminosas entradas de capital, porque si bien una parte importante de ellas respondía a movimientos de corto plazo inducidos por las combinaciones de tipos de interés y de tipo de cambio generados por la política monetaria aplicada, otra buena parte estuvo constituida por flujos estables de inversión directa, que se pensaba que podrían sostener un patrón en el que la capacidad importadora de capitales permitiría financiar déficits exteriores de cierta envergadura.

Ante estos desequilibrios, la política monetaria continuó siendo el principal instru-

mento de estabilización, ya que, como se ha comentado anteriormente, la política presupuestaria, tras unos primeros años de esfuerzo de corrección de los déficits heredados de la etapa anterior, apoyada en el efecto equilibrador del mayor dinamismo del gasto, adoptó, a partir de 1988, un tono claramente procíclico que generó desequilibrios presupuestarios crecientes, de manera que el déficit público vino a sumarse, en plena etapa de expansión, a los problemas de la inflación y el déficit exterior.

Los intentos de estabilización y convergencia tuvieron que actuar a contracorriente del carácter inadecuadamente procíclico de la política presupuestaria y de las tensiones salariales que emanaban de la rigidez del mercado de trabajo y obligaron a la política monetaria a adoptar un tono marcadamente restrictivo, lo que estimulaba entradas de capital e inducía presiones apreciadoras sobre la peseta.

Bajo estos condicionamientos, se decidió la incorporación de la peseta al compromiso cambiario del SME, en el marco de la primera presidencia española de la UE, con vistas a fortalecer el eje de la integración europea como base de la política de estabilidad y de equilibrio macroeconómico. Se esperaba que esta decisión, más allá de sus connotaciones estratégicas, suministrara un mecanismo eficaz de disciplina para el comportamiento de los agentes y para la conducción de la política económica y se confiaba en que el compromiso cambiario generase confianza y credibilidad y que estos efectos reforzasen la eficacia de las políticas necesarias y suavizaran sus costes.

Sin embargo, la vida dentro del SME no resultó nada fácil. Las entradas de capital se vieron favorecidas por la estabilidad cambiaria y fueron limitando el posible papel estabilizador de la política monetaria, que se veía constreñida en el margen disponible para subir los tipos de interés e incapaz de esterilizar los efectos expansivos sobre la liquidez de los flujos entrantes de capitales. Se recurrió a endurecer los controles de capital todavía existentes e, incluso, a medidas de controles de crédito, pero su eficacia fue limitada y pasajera.

El mantenimiento de diferenciales de precios y costes en un régimen de esta-

bilidad cambiaria derivó en una pérdida creciente de competitividad. El tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados se apreció a una tasa media anual del 2,7%, medida con precios de consumo, y del 3,1%, medida con costes unitarios del trabajo. Los mercados fueron percibiendo la dificultad de absorber el desfase acumulado y de seguir financiando el cuantioso déficit exterior.

Por eso, cuando a raíz de las tensiones que se crearon entre las distintas necesidades de política económica de los países integrantes del SME —como consecuencia, principalmente, de la reunificación alemana—, se desataron una serie de turbulencias que desembocaron en la crisis del mecanismo de cambio, la peseta se vio arrastrada a una serie de devaluaciones sucesivas que puso en crisis todo el marco de la política macroeconómica (véase gráfico 6).

La crisis de la peseta dentro del SME supuso el hito que marcaba el fin del período de expansión que acompañó los primeros años de pertenencia a la UE. Aunque el agotamiento del dinamismo, a causa de los desequilibrios, ya se venía percibiendo desde antes, los efectos de esta perturbación actuaron como desencadenante de una severa recesión.

Visto este período *a posteriori*, puede decirse que las expectativas que se habían alentado sobre los efectos de la incorporación al SME no se vieron satisfechas porque los beneficios que suministraba dicho sistema en el terreno de la credibilidad no se aprovecharon para cambiar el régimen de funcionamiento macroeconómico hacia uno basado en la estabilidad, sino que los ajustes necesarios para ello se pospusieron, cuando no se abandonaron, en tres áreas diferentes: la formación de los salarios, la consolidación presupuestaria y el ajuste de la balanza de pagos. El caudal de credibilidad se dilapidó en políticas de expansión del gasto y de aumento de las rentas de los ocupados, en perjuicio de un aumento creciente en el número de parados. La devaluación de la peseta fue, pues, la sanción de los mercados a políticas divergentes de los objetivos de estabilidad.

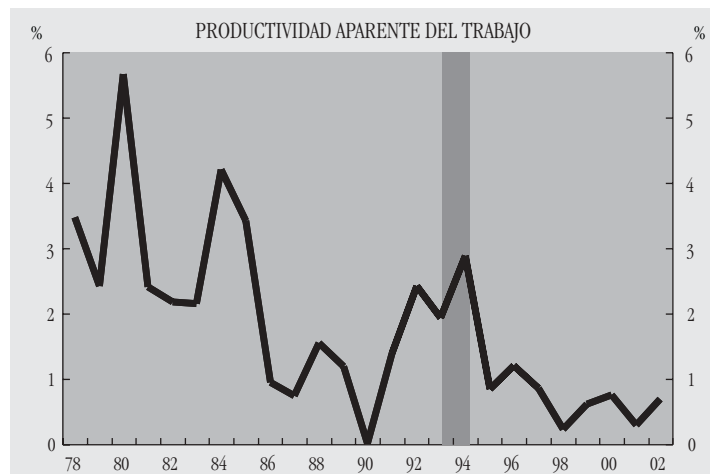
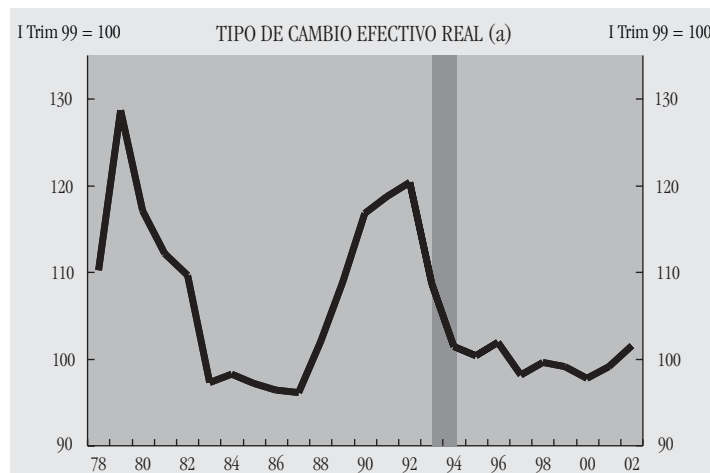
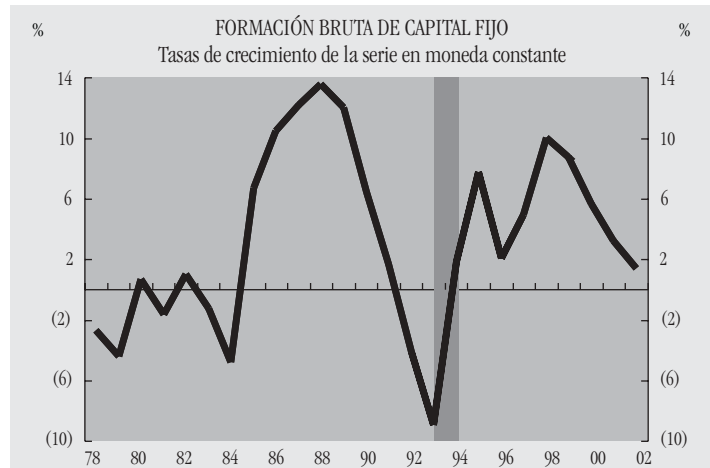
**CRISIS Y SANEAMIENTO.  
1993-1994**

Los abultados desequilibrios acumulados durante la larga fase de expansión precedente condujeron, con un cierto retraso respecto a lo que había sido el patrón cíclico europeo, a una fase de recesión que se inició a finales de 1992, tras las singulares conmemoraciones de ese año y en coincidencia con las graves turbulencias financieras y cambiarias en Europa. El cambio del momento cíclico en España se caracterizó por su mayor brusquedad, tanto en comparación con la trayectoria de los socios comunitarios como en relación con el perfil de ciclos anteriores. Se transitó con mucha rapidez desde una situación de recalentamiento a una situación de atonía muy profunda que afectó a todos los componentes de la demanda. El PIB se contrajo un 1% en 1993 y se recuperó un modesto 2,4% en 1994, con una caída media anual de la formación bruta de capital del 3,7% en el bienio.

El principal factor explicativo del carácter súbito del hundimiento de la demanda fue, probablemente, la peculiar segmentación del mercado de trabajo, que propició un ajuste muy rápido del empleo por la cancelación de contratos temporales, que vino a sumarse a los ajustes de plantillas de trabajadores fijos de aquellas empresas que habían entrado en crisis de viabilidad. El nivel de empleo cayó a un ritmo medio anual del 1,7% y la tasa de desempleo volvió a aumentar rápidamente para alcanzar en 1994 el 24,1%, el máximo histórico de esta variable y de cuya gravedad, a pesar de los posibles sesgos de medición, no cabe la menor duda.

Durante esta fase de aguda contracción de la producción y del empleo se pusieron en marcha una serie de mecanismos de ajustes que servirían para depurar los desequilibrios generados. Las devaluaciones sucesivas, a impulsos de unos mercados fuertemente especulativos y proclives a la sobre-reacción, sirvieron para restaurar una relación cambiaria muy favorable para los productos españoles, que eliminaba el desfase de competitividad y daba margen suficiente para una recuperación sostenida de las exportaciones (véase gráfico 7). Las necesidades de financia-

**GRÁFICO 7  
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO, TIPO DE CAMBIO  
Y PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO**



(a) Con respecto a países desarrollados. Calculado con costes laborales unitarios.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

ción de la nación se redujeron desde el 3% a algo menos del 1% en la media del período. A la vez, el ajuste cambiario abrió el camino para una reducción de los tipos de interés a medida que fueron mejorando las expectativas de inflación, en un marco de debilidad extrema de la demanda y de aumento del desempleo. El tipo de intervención del Banco de España se redujo en 500 puntos básicos, para alcanzar el 7,7% de media en 1994.

Los excedentes empresariales, que se habían visto comprimidos —sobre todo en el sector más expuesto a la competencia externa— por la confluencia de las tensiones salariales y el compromiso cambiario, pudieron recuperarse como consecuencia de las ganancias de productividad inducidas por el ajuste del empleo y por la propia depreciación del tipo de cambio. Todo ello fue poniendo en marcha los procesos de saneamiento necesarios para retomar la senda del dinamismo económico y de la estabilidad. El ajuste, no obstante, resultó muy costoso en términos de contracción de la producción y del empleo y de retroceso en la convergencia real. La proporción del PIB *per capita* español en relación con la media de la UE, que había venido aumentando ininterrumpidamente desde 1985, retrocedió 0,6 puntos en este bienio.

Desde el punto de vista presupuestario, la situación se había vuelto muy precaria. Las cuentas públicas resultaban tributarias de los compromisos de gasto asumidos durante la fase previa de expansión y de la elevada sensibilidad que mostraron los ingresos públicos, en contra de las expectativas de las autoridades fiscales, a la pérdida de dinamismo de las rentas. El déficit público volvió a la zona del 6% del PIB y la deuda pública siguió creciendo con rapidez hasta rebasar en 1994 el límite del 60% del PIB. La política presupuestaria, lejos de poder desempeñar un papel de estabilización, se había convertido en un grave problema en sí misma.

La crisis del SME había dejado sin ancla a la política monetaria ante la falta de credibilidad de los compromisos cambiarios después de las devaluaciones sucesivas y la imposibilidad de mantener el control de la liquidez en un entorno de mucha incertidumbre y elevada movilidad transfronteriza de los capitales. Se hacía necesario, por

tanto, recomponer las bases para una estrategia orientada a la estabilidad, sobre todo una vez que la firma del Tratado de Maastricht había definido con claridad una serie de criterios muy ambiciosos en materia de convergencia nominal como condición para acceder a la Unión Monetaria. En las condiciones que existían en esos años, el cumplimiento de los criterios de convergencia parecía difícilmente alcanzable, pero el intento de conseguirlo se presentaba como la única opción posible desde la que reconducir la política económica.

En esta tarea, la política monetaria tomó el liderazgo introduciendo una estrategia de objetivos directos de inflación a medio plazo, que pretendía, como ya se ha dicho, cubrir el vacío que habían dejado las crisis cambiarias y la inestabilidad de los agregados monetarios y crediticios. Esta nueva estrategia monetaria se consideró como la mejor opción para poner en el centro del debate de la política económica la necesidad de reducir la inflación y de impulsar el arraigo de una cultura de estabilidad. Con ello, a finales de 1994, se dio el primer paso para reiniciar sobre bases nuevas el proceso de convergencia.

#### **EL PERÍODO DE LA CONVERGENCIA. 1995-1998**

La crisis desencadenada en 1992 puso de manifiesto los elevados costes del descarrilamiento de la convergencia. Tras la depuración de los desequilibrios, la recuperación de la orientación perdida resultó muy difícil y estuvo rodeada de una notable inestabilidad política que se resolvió en un cambio de la mayoría parlamentaria y con la alternancia del Gobierno de la nación en 1996. La estrategia de objetivos directos de inflación no podía avanzar si los esfuerzos de un Banco de España autónomo no se acompañaban por una orientación global de la política económica que abordase una ambiciosa consolidación fiscal y la introducción de reformas que incrementasen la flexibilidad de la economía.

La reorientación de la política presupuestaria tuvo que empezar en 1995 por doblegar las tendencias al deterioro progresivo que se arrastraba de años anteriores. Posteriormente, cuando el nuevo Gobierno asu-

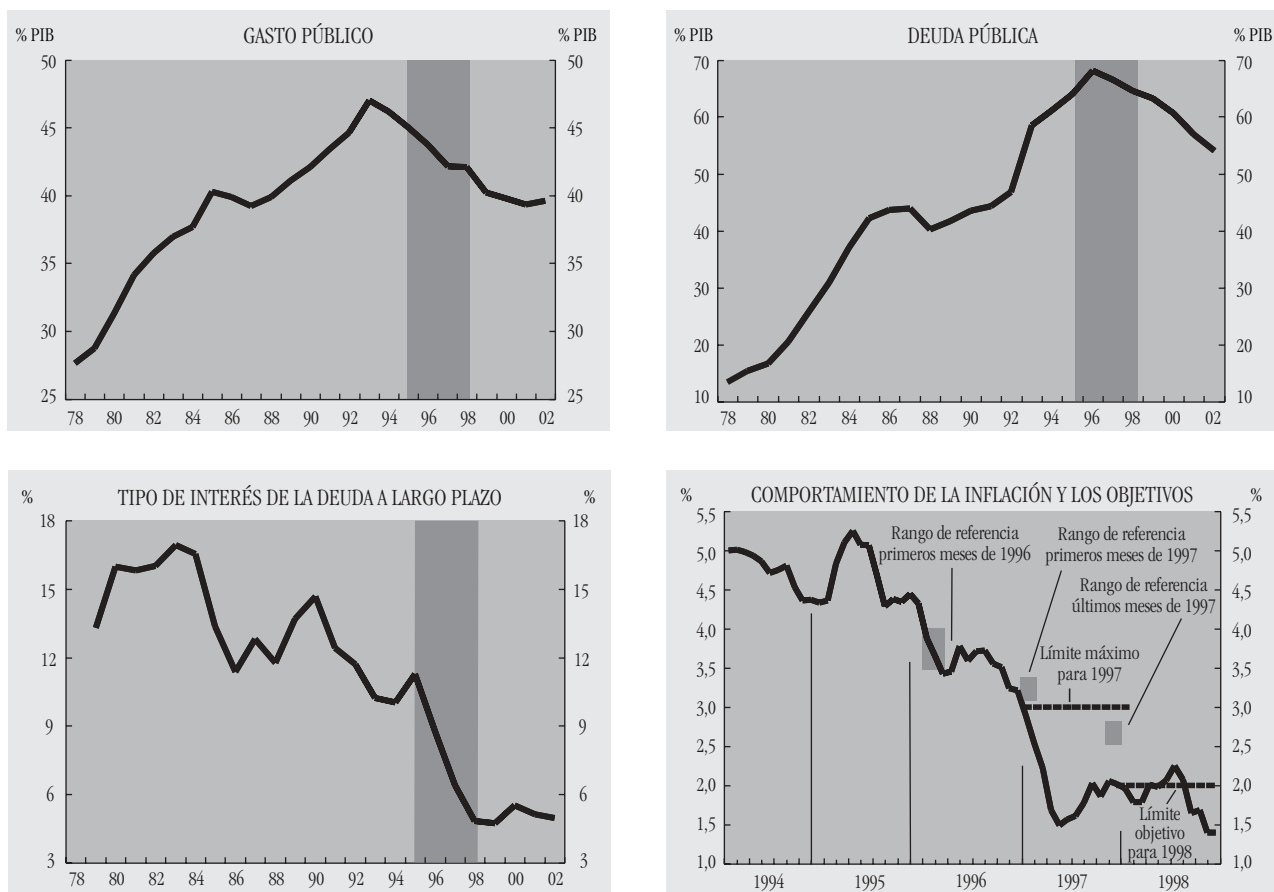
mió la convergencia con Europa, con el fin de entrar a formar parte de la UEM desde el momento de su fundación, como el eje central de su política económica, se adoptaron políticas presupuestarias ambiciosas que gozaron de firmeza y credibilidad y se empezaron a dar los primeros pasos de un programa gradual de privatización de las empresas públicas y de liberalización de algunas parcelas de la economía, como el mercado de trabajo, las industrias red y ciertas áreas de los servicios.

La nueva combinación de políticas establecía las bases para un avance simultáneo en la reducción de la tasa de inflación y del déficit público, que constituían la clave para el cumplimiento de los criterios de convergencia del Tratado de Maastricht, ya que si se satisfacían los criterios referidos a estas dos variables el cumplimiento de los tres restantes podía darse por garantizado. La tasa de inflación medida por el IPC se redujo desde el 4,7% en 1995 hasta el 1,8% en 1998 y el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP), del 6,6% del PIB en 1995 hasta el 3% en 1998.

El cumplimiento de los objetivos directos de inflación que venía fijando el Banco de España, desde la aprobación de la Ley de Autonomía, se vio facilitado por la credibilidad que fue adquiriendo la orientación global de la política económica y por el cambio de expectativas que impuso la propia perspectiva de acceso a la UEM. Dicha perspectiva facilitó, aunque con retraso, una progresiva convergencia de las tasas de aumento de los salarios con el descendente ritmo de crecimiento de los precios de consumo. La remuneración por asalariado se desaceleró desde el 3,7% de 1995 al 2,8% en 1998.

El éxito en la cosección de los objetivos de inflación y los avances decisivos hacia la convergencia permitieron al Banco de España seguir una estrategia de reducción gradual de los tipos de interés de intervención desde el nivel medio del 8,8% en 1995 hasta el 3% en que quedaron situados a finales de 1998 (de manera que la media del año fue del 4,2%), como resultado de una operación concertada entre todos los bancos centrales de los países participantes en la UEM para fijar con anticipación el tipo de interés que prevalecería al inicio del proceso, despejando los posibles elementos de incertidumbre que subsistían.

GRÁFICO 8  
EVOLUCIÓN DEL GASTO Y DEUDA PÚBLICOS, DEL TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA A LARGO PLAZO Y DE LA INFLACIÓN



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

El importante esfuerzo de consolidación presupuestaria acometido durante el período tuvo que hacerse en el marco de las complejidades generadas por la profundización en la descentralización presupuestaria como consecuencia del desarrollo del Estado de las Autonomías, pero se benefició de la tendencia a la contención de aquellas rúbricas del gasto público más estrechamente vinculadas a la inflación, por la drástica reducción de los gastos financieros —que fueron bajando desde el 5,2% del PIB en 1995 hasta la zona del 4% en 1998— y por los resultados de las privatizaciones en una coyuntura favorable propiciada por la tendencia ascendente de los valores bursátiles (véase gráfico 8).

Los avances en la convergencia fueron estabilizando el tipo de cambio en la zo-

na superior de la paridad central, que se fijó con la última devaluación de 1995, en un momento de máxima incertidumbre y turbulencia financieras. Paridad que había de ser, finalmente, el tipo de conversión al euro. El Banco de España manejó durante este período el cada vez más reducido margen de maniobra del que disponía para mantener una protección frente a cualquier riesgo de inestabilidad en el último tramo, conservando un cierto diferencial de tipos de interés y manteniendo la peseta por encima de su paridad central. La Balanza de Pagos continuó beneficiándose del impacto desfasado de la corrección cambiaria sobre la competitividad, adecuadamente conservada por la estabilización de precios y costes, de manera que durante todo el período dominaron los excedentes por

cuenta corriente, registrándose una capacidad de financiación de la nación del 1% del PIB, en promedio.

Los agentes económicos se aprovecharon con rapidez de los efectos simultáneos de la reducción de la inflación y del abaratamiento de los recursos financieros, que generaron impulsos expansivos potentes y duraderos —aunque no permanentes— sobre la producción y el gasto, y sobre la oferta y la demanda. La transmisión de estos impulsos se vio facilitada por el saneamiento realizado por empresas y familias durante la crisis precedente, por el bajo nivel de utilización de los recursos existentes (capacidad ociosa y desempleo) y por las oportunidades que ofrecía el horizonte de una mayor estabilidad macroeconómica.

Las familias vieron aumentar el crecimiento real de su renta disponible y aumentaron su propensión a consumir en un contexto de confianza creciente, mayor accesibilidad a la financiación y aumentos en el valor de sus activos. Todo ello reforzado por una modernización de sus hábitos financieros, que supuso una utilización más intensa de la financiación a tipos de interés variables y una mayor inversión en capital-riesgo, a través, sobre todo, de los fondos de inversión.

Las empresas pudieron incrementar su actividad y su número ante las perspectivas de expansión de la demanda y en un contexto de moderación de los costes y de competitividad exterior, de tal manera que el aumento de la producción y del empleo fue compatible con una mejora de los resultados y de la rentabilidad. La comparación cada vez más favorable entre las *ratios* de rentabilidad y las de costes de obtención de financiación ajena fue incrementando el atractivo por la inversión empresarial. La formación bruta de capital creció en el período 1995-98 a una tasa anual media del 6,2%, recuperándose de la fuerte contracción sufrida durante los años de crisis y saneamiento.

El ritmo de crecimiento del producto se fue acelerando a lo largo del período desde el 2,8% en 1995 hasta el 4,3% en 1998 (una tasa media del 3,4%), dando lugar a una recuperación similar en el dinamismo del empleo, que una vez finalizada la drástica caída del bienio 1993-1994, pasó de crecer a una tasa del 1,9% en 1995 al 4,1% en 1998 (una tasa media del 2,6%). El elevado paralelismo entre las sendas de la producción y del empleo refleja la intensidad en la generación de empleo del patrón de crecimiento del período de la convergencia. Un patrón que se prolongaría en años posteriores y que refleja la respuesta del mercado de trabajo a las medidas flexibilizadoras y a la moderación de los salarios. Como consecuencia de ello, la tasa de desempleo reanudó la tendencia descendente desde el máximo histórico del 24,1% en 1994 hasta el 18,7% en 1998.

Las políticas macroeconómicas de disciplina aplicadas durante este período permitieron superar con holgura los requisitos establecidos para la integración en la UEM y abrir la puerta a la consolidación de un nuevo régimen macroeconómico basado

en unos parámetros comunes de estabilidad. La economía española logró cumplir unos baremos muy exigentes en un período relativamente breve y lo hizo de manera compatible con un elevado dinamismo en la producción y el empleo, lo que vino a confirmar los argumentos que postulaban la complementariedad entre estabilidad macroeconómica y crecimiento, frente a aquellos que rechazaban la convergencia por los costes que podría implicar para la generación de valor añadido. Una complementariedad que se vio facilitada por un disfrute anticipado de lo que habrían de ser los beneficios del euro, pues una vez que los mercados y los agentes económicos empezaron a confiar en que España formase parte del núcleo de los países fundadores de la UEM se pusieron en marcha una serie de expectativas, en el triple frente de los precios, los tipos de interés y el tipo de cambio, que eliminaron las distorsiones financieras del pasado y facilitaron enormemente la labor a las políticas de estabilidad.

#### LA PERTENENCIA A LA UEM. 1999-2003

Los primeros años de la participación en la UEM se han caracterizado por una prolongación y profundización en los beneficios que a la economía española ha reportado la adopción de un régimen de estabilidad, que culmina la larga trayectoria que se ha pretendido sintetizar en este artículo. Al principio, el entorno exterior favoreció el afianzamiento del tono expansivo con el que se inició esta etapa, pero a partir del año 2001 un clima internacional adverso puso a prueba la resistencia de la economía bajo este nuevo régimen.

La entrada en la UEM supuso la integración en una entidad totalmente novedosa, en la que la política monetaria es única y se decide a nivel centralizado en función de los requerimientos del conjunto del área, pero donde las economías participantes mantienen la soberanía en el resto de las parcelas de la política económica. La no disponibilidad del tipo de interés y del tipo de cambio como instrumentos de estabilización interna acentuó la importancia de la política presupuestaria en la regulación de la demanda agregada y de las políticas macroeconómicas orientadas a incrementar la

capacidad de respuesta de la oferta. Ambas vertientes de la política económica tendieron, por tanto, a copar el protagonismo de la agenda de la estabilidad en este último período de la economía española.

El logro de unas finanzas públicas saneadas ha constituido un elemento central de la política presupuestaria de los últimos años. El ajuste fiscal se ha basado en una reducción de los gastos públicos corrientes y en una reestructuración de los ingresos públicos, que permitió instrumentar una amplia reforma del IRPF en varios escalones, a la vez que la carga de interés continuó disminuyendo.

Con ello España se ajustó plenamente a los requisitos establecidos en el Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento, alcanzando una situación de práctico equilibrio presupuestario en 2001, que se ha mantenido en los años siguientes, reforzada por el marco establecido por las leyes de estabilidad presupuestaria. La proporción de deuda pública con relación al PIB se pudo reducir por debajo del 60% del PIB, hasta un 54% en 2002.

El esfuerzo de consolidación presupuestaria ha permitido recuperar el papel de la política fiscal como mecanismo de estabilidad macroeconómica. Durante los años de expansión (hasta el año 2001) mantuvo un tono moderadamente restrictivo, en contraste con lo que había ocurrido en períodos anteriores, lo que ha permitido, en el período de desaceleración reciente, dejar actuar a los estabilizadores automáticos sin poner en riesgo el equilibrio alcanzado.

Durante la mayor parte del período transcurrido de la Unión Monetaria, las decisiones de tipos de interés han estado condicionadas por un marco de debilidad económica internacional y, sobre todo, europea y por una limitada presencia de riesgos inflacionistas, de manera que las condiciones monetarias vigentes en el conjunto del área han resultado particularmente expansivas para la coyuntura específica de la economía española. Los tipos de interés alcanzaron mínimos históricos durante la primavera-verano de 1999 y, aunque subieron entre el 2000 y comienzos del 2001, volvieron a bajar posteriormente hasta marcar nuevos mínimos entre el 2002 y 2003. Bajo estas condiciones, los



impulsos expansivos de la convergencia se prolongaron e intensificaron.

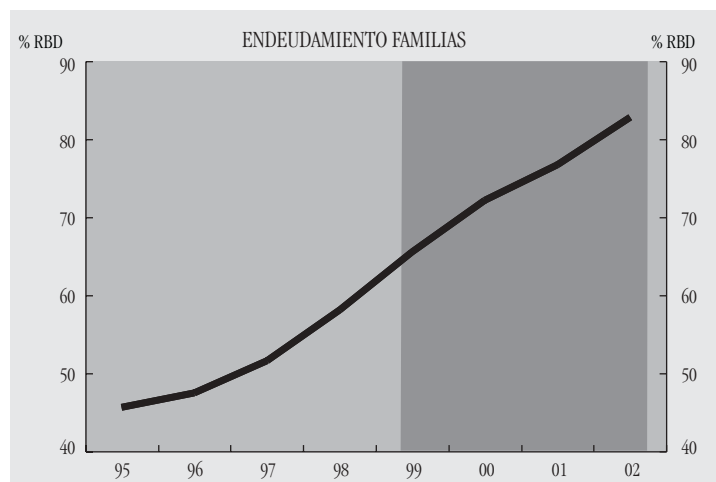
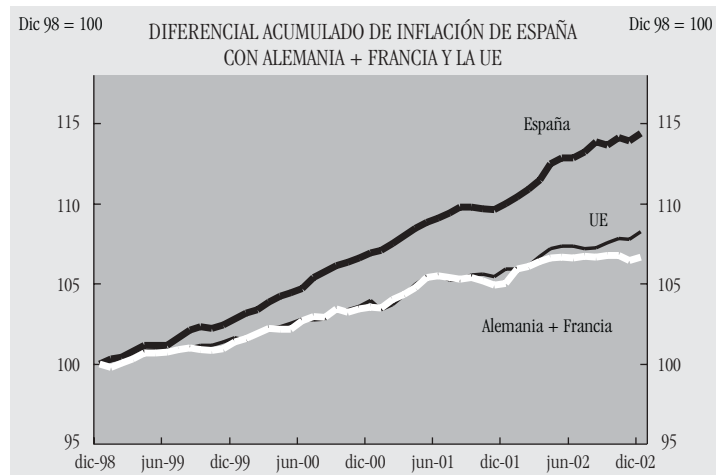
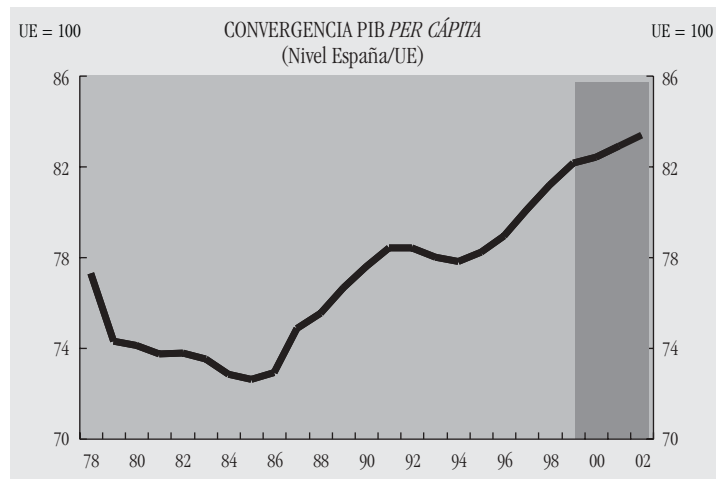
El entorno financiero favoreció el recurso al endeudamiento de familias y empresas, cuya financiación ha crecido sistemáticamente a tasas elevadas, de manera que las *ratios* de deuda que partían de niveles comparativamente bajos alcanzaron y superaron los niveles medios del área. Este proceso forma parte de la adaptación a un escenario de tipos de interés relativamente bajos, y sostenibles en el tiempo, y de mayor confianza sobre la generación futura de rentas y ha contribuido a dar un fondo de resistencia a la capacidad de gasto de los agentes, que se ha puesto de manifiesto cuando la desaceleración de la economía mundial, a partir de 2001, afectó también a la economía española.

Los componentes del gasto que más se beneficiaron de estos factores estimulantes han sido el consumo privado y la construcción, tanto como consecuencia de la adquisición de viviendas por las familias como la vinculada a la obra civil realizada por las empresas y por las AAPP en el importante impulso dado al desarrollo de las infraestructuras. Estos componentes han ido ganando peso relativo frente a un menor dinamismo de las exportaciones y a un debilitamiento, especialmente agudo durante el año 2002, en la inversión de bienes de equipo.

El PIB continuó creciendo por encima del 4% en 1999 y 2000, pero en 2001 y 2002 sufrió una trayectoria de desaceleración que alcanzó su mínimo relativo a mediados de 2002. Los efectos del cambio de régimen macroeconómico y del comportamiento estructural de la economía se han manifestado en el hecho de que la desaceleración cíclica se haya podido sortear con tasas de crecimiento moderadas, pero positivas, que han mantenido a la economía española alejada de la zona de estancamiento.

Esta benignidad de la fase bajista del ciclo contrasta con la severidad de la recesión previa y ha permitido seguir avanzando en la convergencia real, rompiendo con el patrón tradicional, según el cual una parte importante del terreno ganado durante las fases de expansión se perdía durante los episodios de reflujo (véase gráfico 9).

GRÁFICO 9  
CONVERGENCIA DEL PIB PER CÁPITA, DIFERENCIAL DE INFLACIÓN  
Y ENDEUDAMIENTO FAMILIAR



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

Esta capacidad de resistencia frente a los impulsos contractivos procedentes del exterior tiene mucho que ver con la confluencia de la prolongación en el tiempo de los efectos expansivos de la integración monetaria con la elevada capacidad de creación de empleo, que ya se puso de manifiesto durante los años precedentes y que se ha mantenido e intensificado en esta fase. El empleo equivalente creció a una tasa media del 2,7% en el cuatrienio 1999-2002, siendo en este terreno en el que el contraste entre la reciente desaceleración y la recesión previa, cuando el empleo se contrajo de manera aguda, ha sido más marcado.

En el futuro, la economía española, sin embargo, ya no podrá contar con impulsos monetarios tan potentes ni con los estímulos procedentes de la fuerte revalorización de la riqueza financiera e inmobiliaria que se registró, ni con una relación cambiaria tan favorable como la que presidió el ingreso y los primeros años de pertenencia a la UEM. Además, el balance positivo de la integración en la UEM no debe ocultar la presencia de algunas vulnerabilidades que, de manera incipiente, se han puesto de manifiesto en este período.

Las posibles debilidades arrancan de la composición de los factores de demanda que han estado actuando de soporte del crecimiento. El gasto de las familias en consumo y en vivienda y los proyectos de infraestructuras desarrollados por las AAPP han estado sosteniendo las tasas de crecimiento positivas, mientras que la debilidad de las exportaciones y de la inversión en bienes de equipo ha estado restando dinamismo e impulsando las tendencias desaceleradoras.

Desde el inicio de la UEM, las exportaciones españolas han mantenido, en términos generales, las cuotas de mercado que se habían alcanzado en los años anteriores. A ello ha contribuido significativamente la favorable relación cambiaria con la que se fijó la paridad de conversión con la nueva moneda y la trayectoria depreciadora que siguió el euro durante los primeros años de su andadura. En el futuro, sin embargo, el mantenimiento de las cuotas en los mercados internacionales dependerá de la evolución de la competitividad. Desde este punto



de vista, resulta preocupante el mantenimiento de diferenciales persistentes tanto en el área de los precios finales como en el de los costes laborales unitarios. Desde el inicio de la UEM, el Índice Armonizado de Precios de Consumo ha crecido en España 6 puntos porcentuales más que la media de la zona del euro y 8 puntos porcentuales más que la media de Alemania y Francia, que conjuntamente representan en torno a un tercio del total de nuestras exportaciones. Es difícil pensar que esta tendencia se pueda extrapolar indefinidamente sin afectar a la competitividad de nuestra economía, sobre todo a la vista de que la productividad de nuestro sector de bienes comercializables no mantiene un diferencial de crecimiento respecto al sector de bienes no comercializables superior al que se registra en el resto de la zona.

Una de las debilidades más visibles ha sido la dinámica contractiva de la inversión empresarial en bienes de equipo, a pesar del elevado nivel de rentabilidad ordinaria que han mantenido las empresas españolas. Sin embargo, las *ratios* de endeudamiento han crecido en los últimos años y, en estas condiciones, la respuesta de la inversión en bienes de equipo puede ser más débil de lo requerido.

Por lo que se refiere a la sostenibilidad del gasto de las familias, los riesgos más

importantes son los que proceden de la situación patrimonial y financiera del sector. El escenario de fuertes bajadas en los tipos de interés y de revalorización de la riqueza que presidió la culminación de la convergencia nominal y la inserción en la UEM actuaron como un potente estímulo para el aumento del consumo, la adquisición de activos financieros y de viviendas, aceptando descensos en la tasa de ahorro e incurriendo en fuertes aumentos del endeudamiento. Sin embargo, la relación entre el endeudamiento de las familias y su renta disponible ha ido aumentando a una velocidad muy superior a la de los demás países. Este comportamiento no representaría ningún peligro significativo si se tratase de un mero ajuste transitorio para alcanzar un nivel de endeudamiento óptimo más elevado coherente en el nuevo escenario de bajos tipos de interés sostenibles a lo largo del tiempo. Si ello fuera así, el crédito a las familias, una vez completado el ajuste, debería desacelerarse sustancialmente hacia tasas compatibles con el ritmo de crecimiento del gasto nominal del sector. Pero existen elementos de inercia que están relacionados con la enorme importancia del crédito para la adquisición de vivienda. La consideración de estos factores confiere gran importancia a la sostenibilidad de los equilibrios financieros del sector y a su sensibilidad a la evolución de los precios de la vivienda, que ha venido revalorizándose a tasas muy elevadas.



## UNA MIRADA HACIA ATRÁS

La revisión del largo período, que se ha realizado de forma sintética en este artículo, termina con una breve alusión a los retos que esperan a la economía española en el futuro. No podía ser de otra manera, porque la compleja realidad de una economía moderna está siempre rodeada de riesgos y vulnerabilidades, que, si no son adecuadamente afrontados, pueden dar lugar a la aparición de problemas importantes. La duración del éxito nunca está asegurada. Pero cuando se vuelve la mirada hacia atrás y se contempla la precaria situación de la que se partía cuando se aprobó la Constitución Española, hace ahora veinticinco años, y

la magnitud de las tareas que se derivaban de la agenda necesaria para establecer la estabilidad, existen sobradas razones para la satisfacción con los resultados alcanzados.

España comparte el régimen macroeconómico de los países más estables del continente y con ello ha superado la vulnerabilidad que en el pasado sufría frente a las perturbaciones financieras y las dificultades con las que se encontraba el manejo de la política económica en medio de turbulencias recurrentes. La mayor parte de los obstáculos que determinaron sesgos importantes hacia la inestabilidad, y que frecuentemente ahogaban las posibilidades de expansión, han sido superados, lo que ha permitido alcanzar sendas más estables de crecimiento y más acordes con la dotación relativa de factores, absorbiendo el elevado desempleo que se había creado.

El balance satisfactorio del cambio experimentado por la economía no se limita al comportamiento de las macromagnitudes. También es visible cuando se recurre a algunas estimaciones econométricas —como las recogidas en el cuadro 1—, que pueden ser ilustrativas del funcionamiento macroeconómico.

La exposición realizada hasta aquí se ha basado exclusivamente en la descripción de la evolución de las principales series anuales, sin embargo, los estudios econométricos requieren, como es lógico, datos con mayor frecuencia temporal y un elevado grado de homogeneidad, lo que dificulta la realización de estimaciones que se ajusten con precisión a la periodificación utilizada.

Lo que importa, no obstante, es el cambio registrado a lo largo de los veinticinco años, por lo que se ha buscado para cada indicador estimado los períodos de comparación que reflejan con mayor nitidez la trascendencia de las transformaciones operadas. Así, la tasa de paro no aceleradora de la inflación, que indica de alguna manera el sesgo inflacionista estructural inherente al mercado de trabajo, se habría reducido desde un nivel medio del 16,5%, en el período 1991-1994, al 12,1%, en el período 1999-2002.

CUADRO 1  
EL AJUSTE MACROECONÓMICO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (\*)

Indicador	(1)	(2)
Nairu (%)	16,5 (91-94)	12,1 (99-02)
Inflación tendencial (%)	8,6 (81-89)	2,9 (99-02)
Ratio de sacrificio	0,80 (81-91)	0,49 (93-02)
Volatilidad del PIB	3,13 (81-91)	1,6 (92-02)
Volatilidad de la inflación	0,9 (81-91)	0,7 (92-02)
Correlación salario-desempleo	0,01 (81-92)	-0,69 (93-02)

(\*) Este cuadro ha sido elaborado por David López-Salido, del Servicio de Estudios del Banco de España, a partir de estimaciones efectuadas con el propósito de contribuir a la argumentación de esta parte del artículo. Agradezco su valiosa colaboración. Entre paréntesis figura el período muestral considerado en el análisis.

A su vez, en la misma dirección, la inflación tendencial, que en el período 1981-1989 había alcanzado una tasa media del 8,6%, se redujo al 2,9% en el período 1999-2002. Ambas mejoras en las tendencias subyacentes en el funcionamiento de la economía se manifestaron en un descenso muy importante en la *ratio* de sacrificio, que recoge el aumento estimado en la tasa de paro que corresponde al descenso de un punto en la tasa de inflación. Esta *ratio* era de 0,80 en la media del período 1981-1991 y se ha reducido a 0,49 en el período 1992-2002, lo que puede considerarse una importante ganancia en la eficiencia en el ajuste macroeconómico.

Ganancia que también se ha manifestado en una menor volatilidad del PIB y de la inflación, medida por sus respectivas desviaciones típicas. La del primero se redujo del 3,13 en la media del período 1981-1991 al 1,60 en el período 1993-2002, y la del segundo lo hizo del 0,9 al 0,7 entre las mismas referencias temporales.

Finalmente, el cambio en el grado de correlación de los salarios frente al desempleo refleja el paso de una situación de práctica insensibilidad salarial (correlación media del 0,01 en el período 1981-1992) a una significativa flexibilidad de los salarios frente al desequilibrio del mercado, con una correlación negativa de -0,69 en la media de 1993 a 2003.

Todos estos resultados sintetizan de alguna manera la importancia del camino recorrido y la mejor posición en la que se encuentra la economía para afrontar los retos del futuro, que, una vez asegurado un régimen de estabilidad, están principalmente relacionados con la flexibilidad de sus mercados e instituciones.

La narración de los acontecimientos económicos del período constitucional que se ha realizado en este artículo se ha circunscrito al ámbito puramente macroeconómico, lo que puede dar una imagen excesivamente técnica de la transformación vivida por la economía y la sociedad españolas durante el período. Dicha impresión sería equivocada, porque, dada la gravedad de los problemas con los que se inició la andadura, sería difícil concebir los progresos realizados en todos los terrenos —desde las libertades públicas al bienestar de los ciudadanos—, si no hubiese sido posible avanzar en la batalla por la estabilidad. Por otra parte, como se ha dicho al principio, los profundos cambios macroeconómicos que ha hecho posible el rápido ritmo de modernización de la economía española están estrechamente vinculados a transformaciones de gran envergadura del conjunto del sistema económico, aunque también se han producido durante este período, pero que desbordan el enfoque aquí adoptado.

• • • •  
**NOTA**

(1) La ilustración de los hechos que se describen en este artículo requiere referirse a la evolución de algunas magnitudes a lo largo del período considerado, lo que, dada la longitud del mismo, plantea múltiples problemas de discontinuidad de las series disponibles y de posible falta de coherencia entre las fuentes alternativas. Para minimizar dichos problemas se ha decidido utilizar un conjunto de series macroeconómicas anuales enlazadas en el Servicio de Estudios del Banco de España con el objetivo de solventar las distintas rupturas y cambios de definición mediante procedimientos simples, que, en general, suponen respetar las tasas de variación de cada serie original y mantener el nivel correspondiente del momento más actual.

Se ha optado, asimismo, por recurrir a la simple representación gráfica distribuyendo a lo largo de los distintos epígrafes del artículo las variables que en cada caso pueden resultar más ilustrativas, pero con el criterio de recoger todas las variables significativas sin incurrir en repeticiones. Agradezco la ayuda que me han prestado en este terreno Miguel Pérez y María Gil, del Servicio de Estudios del Banco de España.

• • • • • • • •  
**BIBLIOGRAFÍA**

ESCRIVÁ, J. L. y MALO DE MOLINA, J. L. (1999): «Veinticinco años de política monetaria en España», *XXV Jornadas de Mercado Monetario 1974-1998*, Intermoney, pp. 9-26.  
MALO DE MOLINA, J. L. (1984): «Diez años de la economía española», *Historias de una década: sistema financiero y economía española, 1984-1994*, editado por AB Asesores, pp. 81-108.  
MALO DE MOLINA, J. L. (1999): «La economía española ante los retos de la globalización

y de integración en la UEM», *La globalización y el nuevo entorno monetario internacional*. Fundación para la Modernización de España, pp. 63-79.

MALO DE MOLINA, J. L. (2001): «Los efectos de la entrada de España en la Comunidad Europea», *Boletín económico* Banco de España, octubre, pp. 87-100.

MALO DE MOLINA, J. L. (2003): «The Spanish experience in EU accession», *Economic Bulletin*, Banco de España, enero, pp. 89-93

ROJO, L. Á. (1997): «Prólogo», *Sistema Financiero Español: 1987-1997. Una década de transformaciones*, Analistas Financieros Internacionales, pp. 7-14.

ROJO, L. Á. (2002): «La economía española en la democracia (1976-2000)», en *Historia Económica de España, siglos X-XX*, Editorial Crística, pp. 397-436.