

LA CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL PLAN DE ESTABILIZACIÓN

**José Luis Malo de Molina
Servicio de Estudios del Banco de España**

**Sesenta Aniversario del Plan de Estabilización de 1959
Jornada en homenaje a Joan Sardá
Barcelona 3 de octubre de 2019**

Hace 60 años, con el Plan de Estabilización y Liberalización de 1959, se inició el largo camino de nuestra economía hacia la modernización y la reducción de la brecha que nos separaba de los países industrializados, particularmente tras el retroceso sufrido con la guerra civil y el costoso fracaso del sueño autárquico de la posguerra.

El Plan fue un éxito porque partía de un diagnóstico adecuado sobre la necesidad de abrir y liberalizar la economía y establecer las bases de los equilibrios macroeconómicos en el interior y frente al exterior. Más allá de los resultados alcanzados en aquella época, su importancia histórica reside en el giro que supuso asentar el desarrollo económico en la inserción en la economía mundial y en el fortalecimiento de los mecanismos de mercado frente a la poderosa y asfixiante tradición intervencionista, aunque dicha orientación se enfrentó a límites y restricciones importantes dentro del marco político de la dictadura, en, al menos, tres aspectos clave.

En primer lugar, la exclusión de España de la entonces Comunidad Económica Europea era la expresión más patente del aislamiento, hasta el punto que los propios requisitos políticos para incorporarse al proyecto europeo jugaron un papel preeminente en la salida democrática.

En segundo lugar, el intervencionismo se encontraba muy arraigado en la forma de entender el ejercicio del poder y ello suponía un gran obstáculo para la aceptación plena del libre mercado. Era patente la imposibilidad de avanzar hacia la libertad económica sin

el reconocimiento de las libertades políticas básicas.

Finalmente, el régimen autoritario establecía un marco institucional inadecuado para el logro de la estabilidad macroeconómica.

En todo caso, el giro copernicano de la política económica fue un gran acierto y a los aciertos, decía Luis Ángel Rojo, le salen muchos padres, no todos con credenciales legítimas. Las palabras que hemos escuchado de Félix Varela son un testimonio directo y veraz de cómo se tejió el Plan. Su elaboración, en respuesta a las demandas de los organismos internacionales a los que España acababa de acceder, corrió a cargo de las Secretarías Generales Técnicas de los Ministerios de Comercio y Hacienda y del Servicio de Estudios del Banco de España.

Como ha dicho Félix Varela el Plan no fue una imposición del FMI y otros organismos internacionales sino que *“fue realizado por un reducido grupo de economistas españoles, encabezados por Juan Sardá, que buscaron la complicidad exterior, aceptando exigencias congruentes con sus ideas, para conseguir su fin último desmontar un modelo económico autárquico, obsoleto e inviable y sustituirlo por otro basado en la apertura al exterior de la economía”*.

La contribución del Banco de España se canalizó a través de la labor de su Servicio de Estudios dirigido por Joan Sardá, quien fue el autor más relevante del Programa. El Banco de España respondió a las consultas del Gobierno, a través de los Ministerios de Hacienda y Comercio con un documento redactado por Sardá fundamentando la necesidad de las medidas estabilizadoras y abogando por un cambio radical y general en la política económica. Fruto de las conversaciones de Sardá con Ferras, director de la misión del FMI, surgió la “nota dirigida al Ministerio de Hacienda por el director del Servicio de Estudios del Banco de España” de febrero de 1959 con el título de “Propuesta de un Plan Nacional de Estabilización”. Ese documento contiene las grandes líneas de las medidas que se recogieron posteriormente en el Plan Nacional de Estabilización Económica, tal como quedó plasmado en el memorándum de 30 de junio de 1959 dirigido por el gobierno español al FMI y a la OCDE. Esa nota es pues una prueba de ADN indiscutible de la paternidad de Sardá y del Servicio de Estudios en lo

que a la contribución del Banco de España se refiere.

El ADN del Banco de España estaba también en el marchamo de las medidas señaladas como necesarias para afrontar unas fuertes tendencias inflacionistas estrechamente vinculadas a una política monetaria puramente acomodaticia que alimentaba el aumento del gasto público y privado y la reacción alcista de los salarios, con su impacto negativo sobre la balanza de pagos y la salida de reservas. Frente al recurso contraproducente de las medidas restrictivas del comercio exterior, el Plan contemplaba los primeros pasos para para la instauración de una política monetaria de signo estabilizador que hiciera compatible la liberalización económica con el realismo cambiario y el equilibrio de las transacciones con el exterior. Era solo el comienzo de un proceso que habría de llevar muchos años antes de que se pudiera empezar a hacer realidad un grado de apertura y de liberalización equiparable a la de los países de nuestro entorno. La pugna por la estabilidad y la modernización habría de ser muy prolongada y solo pudo plantearse seriamente muchos años después una vez consolidada la transición a la democracia.

La elaboración del Plan de Estabilización fue un revulsivo que puso al descubierto las debilidades en la capacidad de diagnóstico de los problemas de la economía española, abotargada por el asfixiante clima de la autarquía. Fue la contribución de figuras excepcionales en el pensamiento económico español, como Sardá en el Banco y los hermanos Varela y Luis Ángel Rojo en Comercio, la que permitió suplir la carencia de resortes institucionales con capacidad para asegurar la calidad de la respuesta de la política económica ante sacudidas de gran calibre, que ponen en cuestión el modelo económico vigente.

En el Banco de España, ese revulsivo fue el que permitió que los trabajos de Sardá germinaran más adelante, con la incorporación de Rojo al Servicio de Estudios, en su desarrollo como centro de elaboración y diseño de una política monetaria moderna, de impulso de la liberalización y modernización de la economía y de su sistema financiero y de impulso de su inserción europea. Rojo transformó radicalmente el papel del departamento dentro de la institución y forjó la influencia que el mismo habría de desempeñar en el debate económico español y en la configuración de las políticas

económicas. De hecho, convirtió al Servicio de Estudios en una palanca para la propia transformación del Banco de España al poner el ingrediente del análisis económico en el centro de gravedad de una institución con importantes responsabilidades macroeconómicas en un país que, como España, arrastraba déficits endémicos en el terreno de la estabilidad que habían lastrado severamente sus posibilidades de incorporación al núcleo de los países europeos más avanzados.

Se puede decir que con el papel desempeñado en la elaboración del Plan de estabilización emergió un cierto patrón de influencia del Banco de España en las tesituras críticas de la economía española que se produjeron en la senda de modernización que entonces solo se apuntaba. La ya citada frase por Félix Varela del Ministro Alberto Ullastres: *“la estabilización hay que hacerla en España desde el extranjero”* fue válida en 1959, pero también tuvo resonancia, en mayor o menor medida, en otras coyunturas críticas posteriores, aun cuando fueron ganando un mayor protagonismo el input analítico y los resortes internos. La influencia y la disciplina procedentes del exterior nunca fueron suficientes para suplir el soporte de las instituciones y las políticas nacionales cuando estas fallaron, por lo que la reacción interior y la activación de las fuerzas propias fueron fundamentales para enderezar la situación.

Me gustaría centrar el resto de mi intervención en algunos hitos de la senda de modernización de la economía española en los que la contribución del Banco de España también pudo ser relevante, siguiendo el patrón establecido con el precedente del Plan de Estabilización.

- **Una política monetaria activa y los Pactos de la Moncloa**

La puesta en pie de una política monetaria activa resultaba imprescindible para alcanzar la estabilidad macroeconómica y corregir el arraigo de los hábitos inflacionistas, las prácticas generalizadas de indiciación de las rentas y los círculos viciosos de inflación-devaluación que desestabilizaban las relaciones económicas con el exterior. La recuperación de las funciones estabilizadoras de la política monetaria se enfrentaba, sin embargo, al escaso respaldo social que tenían en España las metas de estabilidad económica, que se traducían en hábitos muy arraigados de indiciación 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 compleja. Esa fue la prioridad de la agenda de Rojo cuando se incorporó al Servicio de Estudios. Y también un pilar fundamental de los Pactos de la Moncloa, cuya autoría primera se atribuye con justeza al Profesor Fuentes Quintana y cuyo mérito principal fue llevar al consenso político la necesidad de la estabilización económica. No voy a detenerme ahora en resumir esta trayectoria que supuso numerosas reformas financieras y monetarias (entre otras, tres leyes diferentes sobre el propio Banco de España) y diversas modalidades de estrategia de objetivos e instrumentos de política monetaria, pero sí me gustaría subrayar la importancia de su éxito, que resultó clave para que España acabara participando 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.

- **La entrada en el SME y las devaluaciones de la peseta.**

La liberalización de la economía consiguió un impulso decisivo con la entrada en la Comunidad Económica Europea, que supuso el desarme arancelario, la supresión de los controles de capital y la asunción de las reglas y regulaciones del Mercado Interior consagrados por el Acta Única. Todo ello actuó como un importante catalizador de la disciplina macroeconómica y financiera. Pero también trajo complicaciones para la gestión de la política económica. Los esfuerzos de convergencia tuvieron que realizarse a contracorriente del carácter 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 la política de estabilidad y de equilibrio macroeconómico. Se esperaba que esta decisión suministrara un mecanismo eficaz de disciplina para el comportamiento de los agentes y para la conducción de la política económica. Se confiaba también en que el compromiso

cambiario generase confianza y reforzase la eficacia de las políticas necesarias, suavizando sus costes.

La vida dentro del SME, sin embargo, no resultó 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 estabilidad cambiaria derivó en una pérdida creciente de competitividad. 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 las 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. La posición del Banco de España consistió en desplegar todos los medios a su alcance para preservar la continuidad de la divisa española dentro del Sistema, pues su salida habría supuesto un descarrilamiento de las políticas que hubiera sido prácticamente imposible enmendar. Se recurrió a la reimplantación de los controles de capital y, por supuesto, a las posibilidades de realineamiento cambiario que ofrecía el sistema, en contra de las numerosas resistencias internas y externas. Las devaluaciones de la peseta supusieron una notable pérdida de credibilidad, pero permitieron a España mantenerse dentro del acuerdo cambiario europeo, facilitó la recuperación de la economía a través del impulso de la demanda externa y, paradójicamente, facilitó la posterior entrada en la UEM con un tipo de conversión relativamente favorable para la competitividad de la economía.

Cuando se contempla esta experiencia a posteriori, puede deducirse que las expectativas que habían alentado la incorporación de la peseta 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.

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 la sanción de los mercados a políticas divergentes de los objetivos de estabilidad. Errores similares se produjeron, en décadas posteriores, con la entrada en la UEM, cuando los efectos euforizantes de la integración relajaron los esfuerzos de adaptación de la economía a un régimen de estabilidad muy exigente, lo que agravó las consecuencias que tuvo para España la vulnerabilidad con la que se afrontó la Gran Crisis internacional del final de la primera década del siglo XXI.

- **La entrada en el euro**

La entrada en el euro fue probablemente el hito más importante en la definitiva modernización de la economía española durante el periodo constitucional. Gozó de un gran respaldo social y sigue manteniendo a la sociedad española bastante cohesionada en favor de la pertenencia al núcleo más avanzado de integración europea, a diferencia de las corrientes contrarias al euro que han proliferado en muchos países. Sin embargo, ello no quiere decir que no hubiera controversias sobre la conveniencia de anclar la política económica en torno al objetivo de entrar en el euro desde el momento de su fundación, sobre todo dado lo exigente que resultaba para España cumplir con unos objetivos de convergencia de los que se encontraba muy distante.

Cuando en 1995 se establecieron las fechas, las fases y el plan para la introducción de la moneda única, España estaba mal preparada. Con grandes desequilibrios en inflación y déficit público que hacían muy difícil el cumplimiento de los criterios de convergencia en los plazos previstos para entrar en el pelotón de cabeza. Era inevitable que se abriera el debate sobre la conveniencia o no de apostar por entrar en la UEM en la fecha fijada. Frente a la ambiciosa meta de entrar, algunos portavoces sostenían que dicha pretensión encubría la falta de decisión para abordar las reformas que España

necesitaba.

La discusión alcanzó su momento crítico en el verano de 1996. El programa del Gobierno incluía la integración de España en el euro, pero el deterioro de las cifras macroeconómicas le hacía dudar de la conveniencia de apostar con carácter inmediato por una meta que podría resultar demasiado ambiciosa y que dificultaba la persecución de otros objetivos, como la prometida rebaja de los impuestos. Entre las voces críticas destacó la del profesor Barea, entonces director de la recién creada Oficina Presupuestaria en la Presidencia del Gobierno, quien aseguraba que el déficit público real era muy superior a lo que reconocían las cifras oficiales, por lo que, a su juicio, no solo resultaba imposible reducirlo al 3% en tan corto espacio de tiempo, sino que también resultaba inconveniente comprometer la política económica española en esa dirección. Otra de las personalidades relevantes que se decantaron públicamente en contra de la entrada en el euro fue Miguel Boyer, exministro de Economía y Hacienda. Su posición crítica alcanzó gran relevancia por haber sido uno de los cuatro expertos internacionales que habían formado parte, junto con los gobernadores de los bancos centrales nacionales, del Comité Delors, que había elaborado el Informe inspirador del proyecto. A las reticencias sobre las cuestiones de oportunidad y de falta preparación se añadieron algunos argumentos euroescépticos más de fondo, cuyo denominador común era el temor a una hegemonía alemana en el manejo de la nueva moneda que relegase a los países de la periferia a una posición marginal, sin capacidad para superar sus rémoras estructurales, y a mantenerse en una situación de dependencia y mendigante de las transferencias de fondos desde el centro.

En ese clima de dudas, el ministro de Asuntos Exteriores, Abel Matutes, hizo algunas declaraciones sobre la conveniencia de parar el reloj en el calendario para el lanzamiento de la UEM, con el fin de dar la oportunidad de converger a los países más rezagados, entre los que se encontraba España. En el centro de Europa predominaba la idea de una integración a dos velocidades, empezando la Unión solo con los países más avanzados y preparados, dejando a los países de la periferia del sur (Irlanda tenía asegurado su pase) para más adelante. El entonces presidente italiano, Romano Prodi, abanderó la idea de retrasar la fecha de inicio para todos o, al menos, retrasar el ingreso de los países periféricos para que pudieran avanzar en la convergencia con un calendario más gradual.

El Banco de España sostuvo, en las consultas formuladas por el Gobierno, la conveniencia de tratar de cumplir los criterios de convergencia dentro del exigente plazo establecido en el Tratado, aunque no fuera una tarea fácil, dada la comprometida situación de partida. Se argumentó que la asunción de esta orientación por la política económica permitiría alcanzar mejores resultados para la economía española, incluso si no se llegaba a tiempo, frente a cualquier otra alternativa que optase por el retraso, dejando a España abocada desde el principio a esperar la dudosa oportunidad de una segunda velocidad. Si se configuraba una unión monetaria restringida a los países del área del marco alemán con Francia, Irlanda y Finlandia, como claramente prefería Alemania, España difícilmente podría incorporarse en un futuro próximo y tendría que afrontar en solitario serios problemas de credibilidad de sus políticas, con lo que el coste de la obtención de resultados sería mayor. Tras aquel debate, se optó por jugar la carta de entrar en la primera velocidad y empujar a Italia a superar sus reticencias.

- **Los desequilibrios, la crisis y el rescate**

La larga fase de expansión y el acercamiento a los niveles de bienestar de los países centrales de la UE que siguieron al logro de la convergencia nominal y la entrada en el euro fueron vistos como la retribución de los esfuerzos por establecer un régimen sostenible de estabilidad macroeconómica en España. Fue la luna de miel de la integración de España en Europa y la cúspide de su presencia europea. Sin embargo, la persistencia en el tiempo de una presión excesiva de la demanda interna, con una composición descompensada, alimentó la generación de una serie de desequilibrios macroeconómicos que terminaron gestando una posición de fragilidad de la economía española frente a la crisis financiera internacional y a la emergencia de las fisuras de una arquitectura europea incompleta y mal preparada para capear con las graves turbulencias que la crisis desencadenó en Europa. España terminó siendo víctima de su propio exceso de confianza y de la insuficiente consistencia del entramado institucional europeo.

Con el beneficio que proporciona la visión a posteriori de los acontecimientos, resulta evidente que la adaptación de la economía a los requerimientos de la UEM fue

insuficiente y que la euforia que generó el rápido crecimiento llevó a una relajación de los esfuerzos pendientes para asegurar que la economía pudiese convivir armónicamente con las condiciones monetarias de los países con patrones de estabilidad más arraigados y mayor potencial productivo. Se generaron importantes desequilibrios a los que no siempre se dio la importancia que tenían y el desconcierto en el diagnóstico condujo a una respuesta desacertada de la política económica que tuvo que rectificar en condiciones extremas frente a la grave contundencia de los hechos.

En el desarrollo de la crisis se produjeron numerosos episodios de inestabilidad en los que la interacción entre las autoridades españolas y las europeas resultó determinante. En algunas de ellas la participación del Banco de España fue relevante.

La crisis de la deuda soberana iniciada en Grecia sorprendió a la UEM sin mecanismos para desempeñar funciones de prestamista de última instancia. La única opción disponible era la compra de deuda pública de los países estresados, entre los que se encontraba España. La activación de un instrumento de este tipo fue controvertida, pues algunos países argumentaban que iba en contra de la prohibición de financiación de los Estados, establecida en los Tratados. En el seno del BCE se abrió paso la interpretación de que dichas compras en el mercado secundario eran un instrumento de política monetaria legítimo y necesario cuando se encontraba en peligro la integridad de la moneda única y la transmisión de la política monetaria. Esa opción se materializó en el programa de compra de valores SMP que se activó en diversos momentos para los países más frágiles. La compra de dichos valores estaba condicionada implícitamente a la adopción de los países concernidos de medidas en otros ámbitos de la política económica que asegurasen los fundamentos de su economía y la solvencia del soberano. Era un terreno pantanoso, pues, ante la carencia de instrumentos europeos adecuados, recaía sobre el BCE la tarea de valorar las medidas de ajuste de los países afectados. El momento más delicado fue la carta de Trichet a los gobiernos de España e Italia, elaboradas en cooperación con los Bancos Nacionales respectivos y firmada por sus Gobernadores. En las misivas se solicitaban acciones de política económica encaminadas a corregir la situación y asegurar la recuperación de la confianza de los mercados. Solo la garantía de la actuación de los países afectados podía justificar una intervención monetaria europea de carácter temporal con el fin de cortar unas

expectativas que carecerían de fundamento si las políticas económicas nacionales actuaban convincentemente en la dirección requerida.

El círculo vicioso entre los riesgos bancarios y el riesgo soberano en España desencadenó un estrangulamiento de la financiación exterior de la economía española en 2012 que terminó haciendo inevitable un rescate de la economía española, que se circunscribió al sector bancario. El único paliativo del estrangulamiento financiero de la economía española era la creciente dependencia de la política de inyección de liquidez del BCE que ofrecía a los bancos una alternativa a la carencia de financiación en los mercados y les facilitaba que pudieran concurrir a cubrir las necesidades del Tesoro, también sometido a notables estrecheces en los mercados. Pero este paliativo, lejos de resultar tranquilizador, era visto como una señal de alarma sobre la difícil sostenibilidad de la situación financiera de la economía española. Esta era la forma en la que se estaba manifestando una grave crisis de Balanza de Pagos dentro de la moneda única como rotundo desmentido de los argumentos que postulaban que en las uniones monetarias las relaciones financieras con el exterior dejaban de ser una restricción. Y por si fuera poco, se desató la alarma por la situación de Bankia, cuya eventual necesidad de apoyo financiero suponía un reto, por su elevada cuantía, para la difícil situación presupuestaria española, que no lo podía afrontar contando solo con sus propias fuerzas.

España se había colocado en el epicentro de la crisis de supervivencia del euro. Las especulaciones sobre la posibilidad de un rescate, que añadiese a España a la lista de los ya rescatados, se extendieron por los mercados con el peligroso germen de las profecías autocumplidas. Las autoridades europeas empezaron a considerar inevitable que España solicitase ayuda financiera a la Unión Europea como respaldo imprescindible para que la recapitalización de las cajas fuera convincente. Las opciones que se planteaban a España eran muy reducidas: o se solicitaba con carácter inmediato ayuda financiera para un rescate sectorial que suministrase la ayuda financiera para la recapitalización de las cajas problemáticas y condicionalidad exclusivamente sectorial o en caso contrario se incurría en el riesgo de desembocar muy pronto ante la imperiosa necesidad de solicitar un rescate completo por cuantías muy superiores y una condicionalidad general que pondría la política económica de España bajo el pleno control de la Troika. La prioridad de la política económica española fue limitar los efectos

del rescate sobre su margen de autonomía. En consecuencia se optó por acudir al rescate sectorial circunscrito al sector financiero. Tras la solicitud del Gobierno, la ayuda se materializó según los términos negociados en un Memorando de Entendimiento y un Acuerdo de Préstamo, en cuya negociación y diseño el Banco de España tuvo un destacado protagonismo. Estos hechos fueron el desencadenante de la creación de la Unión Bancaria europea como paso fundamental para completar la arquitectura institucional de la UEM.

Conforme la economía española fue madurando en su aproximación a los estándares de las economías europeas avanzadas, las fuentes de disciplina exterior fueron perdiendo relevancia y la capacidad analítica y de reacción autónoma fue aumentando. Sin embargo, continuaron produciéndose episodios críticos en los que la inserción en los marcos de gobernanza económica internacional o europea volvió a ser relevante, como en el caso del Plan de Estabilización. Y en ese tipo de circunstancias se reprodujo, *mutatis mutandi*, el patrón de contribución del Banco de España a la reacción de la política económica española que emergió en el acontecimiento que conmemora esta jornada.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Malo de Molina, J. L. (1993). El papel del Servicio de Estudios del Banco de España en la economía española. Barcelona: Universidad Autónoma de Barcelona.

Malo de Molina, J. L. (2012). Luis Ángel Rojo en el Servicio de Estudios del Banco de España. En C. Sebastián, *Luis Ángel Rojo. Recuerdo y homenaje* (págs. 79-105). Madrid: Fundación Ramón Areces.

Malo de Molina, J. L. (2019). *Una visión Macroeconómica de los cuarenta años de la Constitución Española*. Ministerio de Economía y Empresa.

Martín Aceña, P. (2000). El Servicio de Estudios del Banco de España 1930 / 2000.