
Intervención del Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía del Congreso

Sr. Presidente, Señorías:

El final anticipado de la anterior legislatura y las recientes elecciones generales han supuesto una pausa obligada en el calendario de mis comparecencias ante esta Comisión, que tanta importancia tienen en el nuevo marco de la política monetaria definido por la Ley de Autonomía del Banco de España.

Me complace reanudar estas comparecencias y reiterar ante la nueva composición de la Comisión, reflejo de la voluntad expresada por los ciudadanos en las urnas, la plena disposición del Banco de España para cumplir, en colaboración con el Gobierno de la Nación, las tareas que le han sido encomendadas, con la autonomía en materia de política monetaria que le confiere la Ley y con la mayor transparencia ante la sociedad española representada en esta Comisión por Sus Señorías.

Mi última comparecencia tuvo lugar en el mes de diciembre pasado, con motivo del anuncio de los objetivos monetarios para 1996, de acuerdo con lo estipulado por la Ley de Autonomía. En aquella oportunidad tuve ocasión de confirmar el objetivo a medio plazo de la política monetaria de situar de manera estable la tasa de inflación, medida por las variaciones del índice de precios de consumo (IPC), por debajo del 3 % a lo largo de 1997 y expresar una confianza razonable en que la referencia intermedia fijada entre el 3,5 % y el 4 % para los primeros meses de 1996 se pudiera alcanzar, como así efectivamente ocurrió, gracias a la favorable evolución que siguieron los precios desde el verano de 1995. La holgada consecución de esta meta permitió una adaptación gradual de los tipos de interés de intervención del Banco de España a las condiciones de la economía española, que había mostrado en la segunda mitad de 1995 un menor ritmo de crecimiento, a la tendencia de los tipos de interés internacionales y a la mejora experimentada por los mercados financieros españoles, una vez superado el clima de incertidumbre que había prevalecido con anterioridad a las elecciones generales.

Todos estos acontecimientos fueron analizados con detalle en el *Informe sobre la inflación* del Banco de España correspondiente al mes de marzo, que no pudo ser remitido a esta Comisión por no haberse constituido todavía. De acuerdo con el calendario adoptado, el próximo *Informe sobre la inflación* será enviado a Sus Señorías a principios del próximo mes de octubre. No obstante, para facilitar esta comparecencia se ha repartido anticipadamente a los miembros de esta Comisión una nota resumen de los hechos más recientes, que incorpora

una selección de los datos e indicadores más significativos para el seguimiento de la política monetaria.

Desde que la Ley de Autonomía atribuyó al Banco de España la misión de conducir la política monetaria con el fin primordial de alcanzar la estabilidad de los precios, los objetivos monetarios se vienen definiendo directamente en términos del comportamiento deseado de la inflación. Como la influencia de los instrumentos de control monetario sobre el comportamiento de los precios es indirecta y está sometida a desfases considerables, se optó por establecer un objetivo a medio plazo definido para el año 1997, por ser los resultados de este ejercicio los que se tomarán como referencia en el examen del cumplimiento con los criterios de convergencia para participar en la Unión Monetaria, que tendrá lugar en la primavera de 1998.

El proyecto de Unión Monetaria se asienta en la estabilidad monetaria y financiera como base sustentadora del crecimiento económico y la generación de empleo, por lo que el logro de una convergencia satisfactoria en materia de inflación constituye un requisito imprescindible para participar en dicho proyecto. La trayectoria inflacionista de la economía española hacía especialmente difícil el cumplimiento de este criterio de convergencia. A pesar de ello, la política monetaria se fijó como objetivo aproximarse a esa meta tan ambiciosa, contando con que para ello resultaría indispensable el concurso de otras ramas de la política económica, una liberalización más profunda de la economía y la colaboración activa de los agentes económicos que intervienen en la determinación de las rentas, los costes y los precios.

La política económica instrumentada, las mejoras introducidas en el funcionamiento competitivo de los mercados y una cierta moderación de los incrementos salariales en los últimos años han permitido, en un contexto internacional favorable, doblegar los riesgos inflacionistas que se percibían a finales de 1994 y que se hicieron efectivos en el primer semestre de 1995 e imponer una tendencia hacia la contención de la inflación que se ha materializado en importantes logros recientes. Se cumplió satisfactoriamente la referencia establecida para los primeros meses de 1996 —el crecimiento anual del IPC se situó en el 3,4 % en el mes de marzo—, rompiéndose la barrera del 4 % que parecía un suelo infranqueable para la inflación española y se ha quebrado la enorme resistencia a la desaceleración que mostraba la inflación subyacente, arraigada, principalmente, en la inercia alcista de los precios de los servicios menos expuestos a la competencia.

En los últimos meses se ha producido un cierto rebrote en el ritmo de variación interanual del IPC, que se ha situado en el 3,7 % en los meses de julio y agosto. No obstante, este rebrote tiene, preponderantemente, un carácter transitorio, ya que se centra en los componentes más volátiles del índice: los alimentos no elaborados y la energía, mientras que otros componentes más estables han proseguido una trayectoria de alzas cada vez más reducidas. De hecho, entre marzo y agosto de este año la tasa anual del IPC ha aumentado en tres décimas; ahora bien, los incrementos de los componentes energético y de alimentos sin elaborar habrían supuesto, por sí solos, ocho décimas del IPC, de las cuales dos corresponden a las alzas de los precios de la energía y otras tres al encarecimiento sufrido por los productos cárnicos. Téngase en cuenta, además, que los datos del mes de agosto recogen gran parte del impacto de la traslación a los precios de consumo de los aumentos introducidos en los impuestos que gravan el tabaco y el alcohol. En resumen, las tendencias básicas del IPC son más favorables que lo que muestran los resultados de los últimos meses, muy afectados por factores que cabe esperar que sean transitorios.

Esta evolución favorable de las tendencias inflacionistas, en un contexto de relativa debilidad de la demanda agregada de bienes y servicios y en unas condiciones monetarias bastante estables y con un crecimiento moderado de la liquidez, ha permitido recortar los tipos de interés de intervención del Banco de España en dos puntos en los últimos doce meses. Como puede comprobarse en la nota distribuida, estos descensos han ido acompañados de movimientos similares de los tipos de interés en el resto de los mercados monetarios y financieros y a lo largo de toda la estructura temporal de tipos. (Y digo que «han ido acompañados» porque los movimientos en el tipo de intervención del Banco de España no son la causa única, y ni siquiera la más importante, del comportamiento de los tipos de interés a medio y largo plazo. En ese comportamiento pesan, hoy, de forma dominante, factores tales como las expectativas de los mercados sobre la fecha y condiciones de constitución de la Unión Monetaria y sobre nuestra capacidad para cumplir los criterios de convergencia en la forma requerida.) El hecho es que, desde diciembre de 1995 hasta agosto de este año, el tipo de emisión de las letras del Tesoro se ha reducido en 1,8 puntos, el correspondiente a los bonos a tres y cinco años en 2 puntos y el de las obligaciones a diez y quince años en, aproximadamente, 1,5 puntos. Por otra parte, el tipo medio de los créditos bancarios se ha reducido desde diciembre del 95 hasta julio de este año

en 1,9 puntos y el tipo medio de los pasivos bancarios en 1,3 puntos, movimientos que han dado lugar a una reducción de los márgenes bancarios en las operaciones nuevas realizadas con la clientela de 0,6 puntos.

El descenso de los tipos de interés españoles ha sido más acentuado que el experimentado por otros países europeos, de manera que el diferencial a tres meses de la peseta respecto al marco se ha reducido en 1,3 puntos, y el diferencial a diez años en 1,6 puntos, situándose, en la actualidad, en torno a 2,3 puntos.

El tipo de cambio de la peseta se ha comportado de manera muy estable siguiendo una trayectoria que refleja la confianza de los mercados en la orientación estabilizadora de la política económica. Este cuadro de condiciones monetarias favorables se completa con el moderado ritmo de expansión de los agregados monetarios. La tasa de crecimiento interanual de los ALP en agosto se ha situado en el 5,9 %, frente al 9,2 % en diciembre de 1995. Aunque esta desaceleración es, en parte, el resultado del trasvase que están realizando los agentes desde los activos incluidos en ALP hacia posiciones en deuda a medio y largo plazo, colocadas fundamentalmente en fondos de inversión, refleja también un comportamiento de la liquidez coherente con la contención de las tensiones inflacionistas.

La menor apelación del sector público a la financiación en los mercados crediticios ha permitido que la moderación en el crecimiento de las disponibilidades líquidas fuera compatible con una progresiva reanimación del crédito concedido a empresas y familias, cuya tasa de variación interanual se ha situado, desde este verano, alrededor del 8 %, lo que supone una expansión en términos reales superior a los cuatro puntos, claramente por encima del dinamismo real del conjunto de la economía.

Los logros alcanzados en la reducción de la inflación no deben, sin embargo, ocultar las dificultades que subsisten para consolidar la tendencia reciente y alcanzar el objetivo de inflación fijado para 1997, de forma que sea posible cumplir, en los plazos previstos, este criterio de convergencia.

Por lo que se refiere a las tendencias previsibles de la inflación, cabe esperar que una vez superados los episodios transitorios de alzas que han afectado a algunos alimentos sin elaborar, los precios de este componente de la cesta de bienes de consumo reanuden una tendencia a la desaceleración y corrijan algunos de los incrementos registrados en el pasado. Las buenas cosechas que se esperan en algu-

nos productos agrarios deben facilitar un comportamiento de este componente que contribuya favorablemente a alcanzar los objetivos establecidos para el índice general.

Algo parecido debería esperarse de la influencia de los precios de los productos energéticos, dados el carácter atípico de los incrementos registrados en los precios internacionales del crudo y la estabilidad del tipo de cambio de la peseta. Sin embargo, el posible impacto sobre el mercado del petróleo del recrudecimiento de la inestabilidad en Oriente Medio introduce una nota de cautela sobre el posible comportamiento de este componente en el horizonte de los próximos meses.

Más claro es el diagnóstico que puede trazarse sobre los precios de los bienes elaborados no energéticos, que incluyen tanto los alimentos elaborados como los bienes industriales. En el primer caso, una vez absorbido el impacto transitorio de las subidas impositivas que afectan al tabaco y al alcohol, la tendencia apunta hacia una consolidación de la desaceleración registrada recientemente como consecuencia de la evolución favorable de los precios de los *inputs* utilizados por el sector, especialmente de los importados, cuyos precios en pesetas se han beneficiado de la estabilidad del tipo de cambio. En el caso de los precios de los bienes industriales, la tendencia a la desaceleración registrada por los precios al por mayor, asentada en el buen comportamiento de los precios de las materias primas y de las manufacturas en los mercados internacionales y en la estabilidad de la cotización de la peseta, debe continuar trasladándose a los productos integrantes de la cesta de bienes de consumo. Durante el primer semestre de este año el índice de precios industriales (índice al por mayor) ha disminuido su ritmo de crecimiento anual en 2,5 puntos porcentuales, hasta quedar situado en el 1,2 %. Nada hay que se oponga, en principio, a que este componente del IPC —los precios de los bienes industriales— converja hacia una senda de crecimiento por debajo del 2,5 % a lo largo de 1997.

El principal obstáculo para alcanzar la senda de referencia fijada para el IPC procede del comportamiento de los precios de los servicios. Este componente, que se había desacelerado significativamente en el último período, parece haber alcanzado recientemente un suelo en tasas todavía elevadas (la tasa anual se situaba en el 3,7 % el pasado mes de agosto). Este comportamiento puede estar relacionado con el agotamiento de la fase de moderación salarial, la superación del bache sufrido por la demanda interna y el rápido ritmo de crecimiento del empleo, en el marco de unos mercados en los que

todavía prevalecen algunas áreas alejadas de las prácticas de la competencia. Si el ritmo de crecimiento de este componente, que representa el 30,6 % del IPC, se estanca en tasas similares a las actuales, el progreso que pueda hacerse en la reducción de la inflación global será limitado y probablemente insuficiente para alcanzar las metas trazadas.

Es en este sector en el que se hace más visible la influencia que tienen los costes unitarios del trabajo y el grado de competencia y flexibilidad en el funcionamiento de los mercados sobre el comportamiento de los precios finales. La aceleración de los costes unitarios del trabajo que se viene registrando a lo largo de este ejercicio, como consecuencia del ligero repunte de los salarios nominales y, sobre todo, del menor ritmo de crecimiento de la productividad aparente del trabajo, constituye el obstáculo más importante para que se materialice la necesaria reducción de la tasa global de inflación.

Para valorar las dificultades existentes en la consecución de los objetivos en materia de inflación, conviene recordar que este criterio de convergencia está definido para la tasa de variación del índice en los doce meses previos al examen conducente a la selección de países para la Unión Monetaria sobre los doce meses anteriores; de manera que, para cumplir este criterio, la aproximación al umbral máximo permitido tiene que lograrse a principios del año que viene. La distancia que nos separa de ese umbral, calculada de acuerdo con la metodología establecida por el propio Tratado de Maastricht y según los índices armonizados transitorios publicados por la Comisión Europea, se ha reducido desde dos puntos a finales de 1995 a 1,3 puntos en el mes de julio —reducción que cobra más sentido cuando se tiene en cuenta que los países menos inflacionistas de la Unión Europea (con los cuales hemos de compararlos) también han reducido sus tasas de inflación en este período—. Es un progreso significativo, pero la reducción de los 1,3 puntos restantes en el horizonte previsto y sin poder contar con el escalón que se produjo a principios de año como consecuencia de la corrección del impacto transitorio de la subida del IVA a principios de 1995, es una tarea difícil que obliga a un esfuerzo importante de toda la política económica y especialmente de la política monetaria. Esta dificultad es la que explica la prudencia con la que el Banco de España ha venido administrando el margen disponible para reducir los tipos de interés. Este comportamiento ha permitido que las bajadas introducidas en los tipos de intervención hayan propiciado una mejora en el clima de los mercados financieros que se ha traduci-

do en descensos más pronunciados de los tipos a medio y largo plazo, y que el coste de los créditos bancarios haya reflejado satisfactoriamente esta evolución, que incorpora unas expectativas favorables sobre el curso futuro de la inflación. Nada habría sido más dañino, en la situación actual, que los mercados —que son conscientes de las dificultades existentes— hubiesen interpretado que los descensos de tipos comprometían la consecución del objetivo de inflación.

A pesar de las dificultades enunciadas, las condiciones actuales de la economía española son propicias para abordar el esfuerzo de reducción de la inflación requerido por los objetivos monetarios establecidos y para alcanzar las metas de convergencia con la Unión Europea fijadas por el Gobierno de la Nación. La desaceleración registrada en el ritmo de crecimiento en la segunda mitad de 1995, en paralelo con las principales economías europeas —aunque con menor intensidad—, se ha ido superando en la primera parte de este año, gracias a una modesta recuperación del consumo privado, al renovado impulso de las exportaciones y a un relativo sostenimiento de la inversión en bienes de equipo. Si estas tendencias se consolidan, como cabe esperar en un contexto europeo algo más dinámico, la economía española podría terminar el año con tasas de crecimiento interanuales en los últimos trimestres en el entorno del 2,5 %, lo que permitiría alcanzar en el promedio de 1996 un crecimiento del 2,3 % y entrar en 1997 siguiendo una senda de gradual reactivación y manteniendo un ritmo elevado de crecimiento del empleo. La pulsación de la demanda interna se mantendrá, en principio, dentro de cotas moderadas, de manera que no representará, por sí misma, una amenaza para la reducción de la inflación, sobre todo si se encauza el crecimiento de los salarios hacia ritmos más acordes con la tasa de inflación esperada y se sigue avanzando en las medidas de liberalización económica.

La balanza de pagos se encuentra en una situación muy saneada y cabe esperar que las mejoras en la estabilidad macroeconómica permitan mantener la posición de competitividad que fundamenta dicha situación.

Los mercados financieros, por su parte, continúan atentos en espera de la próxima presentación de los Presupuestos Generales del Estado, confiando en que contendrán un importante esfuerzo orientado a la reducción del déficit público requerida por los criterios de convergencia. En consecuencia, la aprobación de unos Presupuestos que respondan a dichas expectativas y una ejecución sin desviaciones significativas de

los mismos tendrán un efecto muy positivo sobre los mercados monetarios y financieros, y ampliarán el margen de la política monetaria para cumplir con mayor facilidad los objetivos de inflación previstos y adaptarse, al mismo tiempo, a la evolución de los mercados monetarios inter-

nacionales y al tono apropiado para facilitar la sostenibilidad del crecimiento económico.

Muchas gracias.

18.9.1996.