
Presentación por el Gobernador del Banco de España, ante la Comisión de Economía del Congreso, de los objetivos de la política monetaria para 1997

Sr. Presidente, Señorías:

Quisiera comenzar agradeciendo la oportunidad que se me brinda de presentar ante la Comisión de Economía del Congreso —y, a través de ella, ante el país— los objetivos de política monetaria para 1997. Se consolida así una práctica que cuenta ya tres años de antigüedad. El Consejo de Gobierno del Banco de España ha aprobado recientemente, de acuerdo con lo establecido en la Ley de Autonomía, el documento que se ha distribuido a S.S. y en el que se expresan dichos objetivos. No obstante, antes de ahondar en su contenido, comentaré de forma sucinta la evolución de la inflación y daré cuenta de la política monetaria ejecutada durante el año 1996.

Como S.S. saben, la política monetaria del Banco de España tiene como objetivo primordial alcanzar y preservar la estabilidad de los precios, colaborando con la política económica general del Gobierno siempre que ello no ponga en peligro el cumplimiento de su cometido básico. Cuando hace dos años y medio la Ley de Autonomía encomendó al Banco de España esta misión, los niveles de inflación distaban mucho de aquellos que pueden considerarse compatibles con una situación de estabilidad. Al amparo del nuevo marco legal, a finales de 1994 tuve la oportunidad de comparecer ante esta Comisión y anunciar, por primera vez, unos objetivos orientados directamente a la reducción de la inflación, que se concretaban en el propósito de situar de forma estable la tasa de variación del índice de precios de consumo (IPC) por debajo del 3 % a lo largo de 1997. Esta formulación de los objetivos respondía a la necesidad de asumir una perspectiva a medio plazo de contención gradual de las alzas de precios y de propiciar una reconducción de las expectativas inflacionistas hacia niveles sensiblemente más bajos que los entonces existentes. Al mismo tiempo, se juzgó que, para aproximarse a esa meta, era necesario que la tasa de inflación se situara entre el 3,5 % y el 4 % en los primeros meses de 1996.

Aquellos objetivos pudieron parecer entonces muy ambiciosos —y, efectivamente, lo eran—. Sin embargo, durante los dos años transcurridos con la instrumentación del nuevo esquema de política monetaria, basado en el empleo de objetivos directos de inflación, se han obtenido avances muy considerables en la reducción del ritmo de crecimiento de los precios. Con información referida al pasado mes de noviembre, la inflación en España, medida por la tasa de crecimiento interanual del IPC, se ha situado en el 3,2 %. Para apreciar el significado de esta cifra basta recordar que, en 1995, durante los primeros meses de vigencia

de la nueva estrategia de política monetaria, la inflación llegó a situarse en el 5,2 % y que cuando, hace aproximadamente un año, comparé ante S.S. para presentar los objetivos correspondientes a 1996, el ritmo de avance de los precios de consumo se cifraba en el 4,4 %. En los primeros meses de este año, una vez absorbido el impacto sobre la tasa de inflación anual de la elevación en enero de 1995 del IVA y otros impuestos especiales, el IPC experimentó una desaceleración significativa que le permitió situarse en el límite inferior —3,5 %— del intervalo de referencia establecido para los primeros meses de 1996. El ligero repunte de las alzas de precios en los meses centrales del año respondió básicamente, como se esperaba, a factores de carácter coyuntural, de tal forma que, a partir del mes de agosto, la inflación retomó con firmeza su trayectoria descendente. En la actualidad, parece altamente probable que la tasa de inflación pueda situarse en torno al 3 % en los primeros meses de 1997.

La reducción de la tasa de inflación en algo más de un punto a lo largo de 1996 adquiere mayor relevancia cuando se examina la evolución desagregada del IPC. Si se excluyen del índice general sus componentes más volátiles —los precios de la energía y de los alimentos no elaborados—, el conjunto de precios resultante —comúnmente denominado *inflación subyacente*— ha experimentado en los últimos doce meses una desaceleración cercana a los dos puntos porcentuales, llegándose a situar su crecimiento interanual en el 3,1 % en el pasado mes de noviembre. Por otra parte, el moderado crecimiento de los precios de los servicios durante el presente año merece ser reseñado de forma particular, ya que este componente, que representa el 30 % del total del IPC, refleja el comportamiento de un sector menos expuesto a la competencia que ha venido mostrando, tradicionalmente, una especial resistencia a moderar sus incrementos de precios. Así, hace tres años, la inflación en el sector servicios rondaba el 7 %, dos puntos por encima de la correspondiente al conjunto del IPC, mientras que actualmente el crecimiento de los precios en el sector servicios se sitúa en tasas similares a las del índice general.

El proceso de desaceleración de los precios en 1996 ha sido el resultado de la confluencia de un conjunto de factores que fueron configurándose a lo largo de 1995 y que han tenido continuidad en el presente ejercicio. Por un lado, la actuación de la política monetaria permitió atajar el episodio de aceleración de los precios y reconducir las expectativas inflacionistas durante el pasado año y contribuir a que el tipo de cambio de la peseta mantuviese un comportamiento estable durante 1996. Por otro

lado, la desaceleración de los precios registrada a partir de la segunda parte del pasado año se vio facilitada por la desaceleración de la actividad económica que se produjo en la generalidad de los países europeos a mediados de 1995 y por una favorable composición de la expansión de la demanda final, basada en el crecimiento de la inversión productiva y de las exportaciones. El comportamiento general de los precios en los mercados internacionales también ha contribuido a este proceso, si bien, durante los últimos meses, el fuerte crecimiento del precio del petróleo ha sido un elemento de inquietud que no ha acabado de dispersarse.

En el ámbito de los indicadores monetarios y financieros, tanto la evolución de los Activos Líquidos en manos del Público (ALP) como la del tipo de cambio de la peseta han contribuido favorablemente a la moderación en los precios. Así, el ritmo de crecimiento de los ALP se ha ido ajustando en el transcurso del año a la reducción operada en la tasa de inflación y al menor ritmo de crecimiento de la actividad económica, de manera que su tasa de crecimiento interanual se situaba en noviembre de 1996 alrededor del 6 %, aunque esta cifra está parcialmente infravalorada por los fuertes desplazamientos que se han ido produciendo a lo largo de 1996 desde los activos líquidos hacia participaciones en los fondos de inversión, que no están incluidas en la definición del agregado ALP. Por su parte, el tipo de cambio de la peseta ha registrado una suave apreciación respecto al marco a lo largo de 1996, aunque su simultánea depreciación frente al dólar ha moderado la apreciación de la cotización de la peseta frente al conjunto de monedas de los países desarrollados.

La mejora de las perspectivas de inflación a lo largo de 1996 ha permitido al Banco de España reducir gradualmente su tipo de interés de intervención en una magnitud de tres puntos porcentuales a lo largo de los últimos doce meses, hasta situarlo actualmente en el 6,25 %. Con esta actuación, se ha alcanzado un nivel del tipo de intervención inferior en más de un punto al que existía con anterioridad al endurecimiento de las condiciones monetarias que hubo que introducir durante la primera mitad de 1995 para atajar la consolidación de las tensiones inflacionistas que entonces se percibían. A su vez, esta suavización de las condiciones monetarias en los plazos más cortos de los mercados interbancarios en los que opera el Banco de España se ha visto acompañada por un movimiento equivalente de los precios negociados en los distintos mercados financieros, así como de los tipos de interés que las entidades de crédito aplican a sus operaciones con la clientela.

Las reducciones de tipos de interés de mayor magnitud se han venido registrando en los instrumentos negociados en los plazos más largos —entre 3 y 10 años—, donde el descenso ha superado los tres puntos porcentuales. El hecho de que los descensos de los tipos a largo plazo hayan sido superiores a los inducidos por el Banco de España en los mercados a más corto plazo constituye un indicador relevante de la mejora de las expectativas de inflación a medio y largo plazo de la economía española; de un modo más general, expresa, por una parte, las menores dudas de los mercados respecto de la constitución de la Unión Monetaria en las fechas previstas, con los países que satisfagan los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht, y, por otra parte, la mayor probabilidad que los mercados financieros asignan, hoy, a la posibilidad de que la política económica permita a España situarse en el grupo de países que se integren en la Unión Monetaria el 1 de enero de 1999.

Dadas la complejidad y las características de los factores que actúan sobre los tipos de interés a medio y largo plazo, el comportamiento de estos es notablemente más volátil que el de los tipos de interés a corto plazo sobre los que los bancos centrales pueden ejercer un control más directo. No hay que esperar, por tanto, que el tipo básico de intervención del Banco de España se mueva en un paralelismo estricto con los tipos de interés a plazos más largos ni que, en un período como el actual, caracterizado por fuertes descensos de estos últimos, las reducciones de los tipos a largo plazo tengan que verse seguidas por recortes, más o menos inmediatos, del tipo básico de intervención. El Banco de España tiene la responsabilidad de administrar con prudencia el margen de descenso de su tipo de interés que vaya derivándose de las mejoras de las expectativas inflacionistas, de forma que dichos descensos puedan ser compatibles con una evolución ordenada de los mercados monetarios y cambiarios. De no hacerlo así, una premura excesiva a la hora de suavizar las condiciones monetarias podría conducir a episodios de inestabilidad financiera que cuestionasen seriamente la sostenibilidad de la medida adoptada y a una revisión de las expectativas mantenidas por los mercados sobre el proceso de desinflación que acabaría afectando muy negativamente al comportamiento de los tipos a largo plazo. Es difícil pensar que el éxito del proceso de convergencia nominal de la economía española con los países más estables de la Unión Europea pueda alcanzarse sin el mantenimiento de unas condiciones monetarias relativamente estrictas por parte del Banco de España a lo largo de los dos próximos años. Este enfoque ha impregnado las decisiones de política monetaria a lo lar-

go del último año y también está presente en el documento de objetivos monetarios para 1997 aprobado por el Consejo de Gobierno del Banco de España, cuyo contenido paso a comentar brevemente.

El objetivo básico de alcanzar y mantener la estabilidad de los precios que la Ley ha encomendado al Banco de España tiene un carácter permanente. Ahora bien, a medida que nos acercamos a la fecha de evaluación de las condiciones de convergencia, en la primavera de 1998, la atención general ha de polarizarse en torno a la decisión del Consejo Europeo sobre la composición del núcleo de países inicialmente integrantes de la Unión Monetaria. El esfuerzo por cumplir el criterio de inflación en las fechas previstas ha de modular, por consiguiente, la política monetaria propuesta para el próximo futuro.

En la formulación de los objetivos monetarios para 1997, el Banco de España ha tenido muy presente este condicionante. Ello le ha llevado a plantear un nuevo objetivo, para los dos próximos años, que imponga un avance adicional en la reducción de la inflación, a la vez que se define con más precisión la senda necesaria para maximizar las posibilidades de cumplir este criterio de convergencia. Dicho objetivo se ha concretado en situar la tasa interanual de crecimiento de los precios, medida por el IPC, cerca del 2 % en el transcurso de 1998. Para alcanzar esta meta, se ha considerado que la tasa interanual de inflación debería estar, a finales de 1997, próxima al 2,5 %, de forma que sea posible ir convergiendo con posterioridad hacia el objetivo a medio plazo establecido.

No se les oculta, sin duda, a S.S. la dificultad que entraña tratar de alcanzar estos objetivos; pero hay que tener presente que el entorno en que nos desenvolvemos es extraordinariamente exigente, como lo revela el hecho de que, en la actualidad, un número elevado de países pertenecientes a la Unión Europea presentan tasas de inflación comprendidas entre el 1 % y el 2 %, y comparten, a su vez, la aspiración de mantenerse en el futuro en torno a esos niveles. De ahí que, si bien resulta muy difícil anticipar en estos momentos el umbral de inflación que permitirá satisfacer el criterio de convergencia, puede otorgarse una probabilidad considerable a que dicho umbral se sitúe finalmente por debajo del 3 % en términos de la media de los doce meses anteriores al examen.

En la definición de los objetivos de política monetaria plasmados en el documento que se les ha distribuido ha pesado también, junto a las consideraciones relativas al grado de certi-

dumbre en el cumplimiento del criterio de inflación, la pretensión de guiar las expectativas de inflación y el proceso de formación de rentas durante los próximos dos años hacia unos niveles que permitan una integración armoniosa de la economía española en un área en que va a prevalecer, sin lugar a dudas, un grado muy elevado de estabilidad de los precios. Resultaría muy arriesgado para la competitividad de las empresas españolas y el crecimiento económico y la generación de empleo acceder a la Unión Monetaria con una tasa de inflación que no estuviese suficientemente alineada con el nivel medio del área o que la convergencia en inflación fuese, en buena medida, el resultado de la concurrencia de factores de carácter coyuntural o pasajero.

Al igual que en estos últimos dos años, la estabilidad del tipo de cambio de la peseta, en línea con los compromisos que conlleva la pertenencia al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo y con la voluntad de contribuir al cumplimiento de los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de la Unión Europea, seguirá siendo una referencia muy importante para la conducción de la política monetaria. Ahora bien, la estabilidad cambiaria, para que sea duradera, debe descansar necesariamente en la mejora de la inflación y de las condiciones macroeconómicas, pues solo de esta forma se puede evitar la vulnerabilidad frente a posibles cambios en las expectativas de los mercados en torno a la formación de la Unión Monetaria.

El panorama que presenta la economía española a finales de 1996 resulta, en principio, favorable para alcanzar nuevos descensos de la inflación. Así, junto a un entorno internacional caracterizado por la ausencia de presiones inflacionistas significativas, se espera que en nuestro país tenga lugar, durante el próximo año, una aceleración progresiva, aunque modesta, del ritmo de actividad económica, de tal forma que el crecimiento del PIB pueda quedar situado entre el 2,8 % y el 3 % para el conjunto del año. Este avance de la producción descansa, por otra parte, en un patrón de expansión moderada de la demanda, con una composición favorable para la contención de los precios, al estar basada, principalmente, en el avance de las exportaciones y la inversión, si bien parece razonable esperar que se registre también una cierta mejoría del consumo privado. La mayor austeridad del sector público se reflejará, inevitablemente, en una moderación del consumo público y de la inversión en construcción, que tendrá una influencia favorable en la formación de precios y rentas. Respecto al comportamiento de estas últimas, resulta imprescindible que los salarios evolucionen de

manera coherente con la desaceleración prevista de los precios y que la fijación de los márgenes empresariales no aproveche la mejoría de las condiciones económicas para, al abrigo de situaciones poco competitivas, ampliarlos mediante aumentos de los precios.

El Banco de España se propone buscar la consecución de los objetivos establecidos mediante una política monetaria elaborada a partir de la información proveniente de un conjunto amplio de indicadores económicos. Permítanme S.S. que exponga algunas consideraciones respecto de algunos de estos indicadores.

La información sobre los precios negociados en los mercados financieros, entre la que destacan la configuración de la curva de rendimientos y la evolución de los diferenciales de tipos de interés frente al exterior, proporciona indicaciones valiosas respecto a la percepción que los mercados financieros tienen sobre el curso futuro de la economía y ha de ser, por tanto, objeto de evaluación cuidadosa y continuada por parte del Banco de España. Sin embargo, sería un error pensar que el examen de la evolución de estas variables puede proporcionar una guía sólida para las decisiones de política monetaria. Como se ha puesto de relieve con frecuencia, los mercados financieros tienen una cierta propensión a sobre-reaccionar ante determinadas noticias y a confirmar a corto plazo las expectativas sobre las que se sustentan las decisiones que mueven los propios mercados. Estos comportamientos generan, con frecuencia, un elevado grado de erraticidad en los precios negociados, lo que dificulta la extracción de señales inequívocas sobre el estado de las expectativas de inflación.

Por lo que respecta a la evolución de la cantidad de dinero, el Banco de España seguirá prestando particular atención al ritmo de expansión de los ALP, que constituye un indicador destacado de la influencia de la política monetaria sobre los precios a medio y largo plazo. En este sentido, se considera que ritmos de crecimientos de ALP no superiores al 7 %, en una perspectiva de medio plazo, resultan plenamente coherentes con la senda prevista de reducción de la inflación en un marco de crecimiento estable de la economía española. Esta evolución de ALP sería compatible a su vez, el próximo año, con una recuperación del crédito interno a empresas y familias desde el 8 % de crecimiento esperado en 1996 hasta tasas en torno al 9 % en 1997.

Paralelamente, el Banco de España seguirá con atención el comportamiento del tipo de cambio, con objeto de identificar aquellos movimientos persistentes que pudieran perjudicar

una desviación de la inflación respecto de los objetivos establecidos.

En el terreno de la instrumentación, el Banco de España tiene previsto —tal como se comenta en el documento que se les ha distribuido— introducir algunas modificaciones para avanzar en la adaptación al modelo propuesto para la Unión Monetaria. La preparación de una política monetaria única capaz de actuar eficazmente en un grupo de países relativamente heterogéneos y con sistemas financieros altamente sofisticados es un asunto de la máxima complejidad, que requiere esfuerzos de adaptación por parte de todos los agentes económicos. Los bancos centrales europeos hace ya tiempo que iniciaron los trabajos preparatorios y se han realizado numerosas reuniones informativas y consultas con los representantes de los sectores financieros nacionales. Las actividades del Banco de España que se verán más afectadas por este proceso son las relacionadas con el ámbito de actuación del Sistema Europeo de Bancos Centrales. En este terreno, los trabajos preparatorios en marcha se están encaminando a definir un modelo de instrumentación de la política monetaria básicamente descentralizado, en aplicación del principio de subsidiaridad consagrado en el Tratado de Maastricht. Las decisiones fundamentales se adoptarán de forma centralizada e indivisible por el Banco Central Europeo, pero las funciones operativas serán desempeñadas, esencialmente, por los bancos centrales nacionales.

Las áreas de actuación en las que necesariamente el Banco de España tendrá que modificar sus procedimientos para adaptarlos a los patrones comunes de funcionamiento que se acuerden para el Sistema Europeo de Bancos Centrales son la política monetaria, la política cambiaria, algunos aspectos del funcionamiento de los sistemas de pagos y la emisión de billetes. Si bien las decisiones definitivas en estas áreas se tomarán cuando se cree el Banco Central Europeo, no es posible esperar al comienzo de la tercera fase de la Unión Monetaria para poner en marcha todos los preparativos necesarios, especialmente en ciertas parcelas que requieren períodos largos de planificación, cambios normativos sustantivos, modificaciones de los sistemas informáticos existentes y, en ocasiones, el diseño y desarrollo de nuevos sistemas. A este respecto, la adaptación que, entre las previstas, exige un mayor esfuerzo preparatorio en nuestro caso es la utilización de valores privados de alta calidad y liquidez en la realización de las operaciones de política monetaria, por lo que el Banco de España se propone avanzar en este terreno a lo largo de 1997. Aunque el volumen de tran-

sacciones sustentadas en estos instrumentos sea en principio limitado, con ello se pretende ir adaptando las prácticas presentes a las del futuro Sistema Europeo de Bancos Centrales y obtener una experiencia que será muy valiosa cuando comience a instrumentarse la política monetaria europea, tanto para el Banco de España como para las entidades que con él operen, así como para los mercados en los que se negocian estos valores.

Me gustaría terminar esta presentación de los objetivos de política monetaria para 1997 transmitiendo un mensaje que, siendo globalmente favorable por lo que respecta a la situación económica y al curso futuro de la inflación, evite la complacencia y subraye lo mucho que todavía queda por realizar para que la estabilidad de precios constituya un elemento suficientemente arraigado en el funcionamiento cotidiano de la economía española.

De mi exposición de los rasgos básicos de la evolución de la economía española se desprende que durante 1996 se han realizado avances sustanciales en el proceso hacia una mayor estabilidad macroeconómica en España, en un marco de mayor equilibrio entre la política monetaria y la política presupuestaria, y se ha progresado en la eliminación de los obstáculos que impiden un comportamiento más competitivo de nuestros mercados. El Banco de España ha valorado de forma positiva estos avances y ha obrado en consecuencia suavizando de forma progresiva las condiciones monetarias de la economía. Sin embargo, la distancia que nos separa de la consecución de la estabilidad de precios es todavía apreciable. De otra parte, desde la perspectiva del cumplimiento de los criterios de convergencia, el diferencial de inflación respecto a los países europeos con crecimientos de los precios más reducidos sigue siendo elevado y, lo que es más importante, se ha estrechado poco durante 1996. No resulta exagerado afirmar, en consecuencia, que queda todavía pendiente la tarea más difícil para la culminación de este proceso: la consolidación de unas pautas de comportamiento por parte de los diversos agentes económicos que contemplen, como elemento consustancial a los procesos de toma de decisiones, la existencia de un grado elevado de estabilidad nominal y el reconocimiento de los beneficios que de esta derivan.

En el proceso de acercamiento a la estabilidad de precios, debe vigilarse que la consecución de determinadas metas y objetivos no descanse fundamentalmente en factores internos de carácter coyuntural o en un entorno internacional especialmente propicio. En efecto, según pone claramente de relieve la experiencia es-

pañola durante las dos últimas décadas, los progresos así obtenidos resultan no ya efímeros sino incluso desestabilizadores una vez se revierten las condiciones favorables sobre las que se asientan. De ahí que lo verdaderamente importante sea crear las condiciones que permitan afianzar, de forma estable y perdurable, tasas de inflación próximas a la estabilidad de precios y que la economía sea capaz de funcionar permanentemente bajo un régimen de inflación reducida, más allá de la posición cíclica en la que se encuentre o de la aparición de perturbaciones que puedan afectar de forma transitoria a los precios.

Si se examina el proceso inflacionista en nuestro país desde esta perspectiva, se deducen con claridad los peligros que entrañaría adoptar una actitud complaciente o conformista con la situación actual. En efecto, persisten aún en la economía elementos muy arraigados en los mecanismos de formación de rentas en determinados mercados que tienden a alimentar procesos inflacionistas. Ello hace albergar dudas

razonables respecto a cuál podría ser el comportamiento final de los precios y los salarios si se desencadenaran tensiones inflacionistas de distinta índole y sobre cuál sería la capacidad a corto plazo de la política monetaria para contrarrestar tales presiones. Esta reflexión, que resulta válida en cualquier circunstancia, adquiere especial relevancia ante la aspiración de que, en un plazo de algo más de un año, España se encuentre entre el grupo de países que integren desde el principio la Unión Monetaria Europea. Es, por tanto, necesario continuar el camino ya emprendido en los ámbitos del saneamiento duradero de nuestras finanzas públicas, de la mejora del grado de competencia en el funcionamiento de nuestros mercados de bienes y servicios y de la introducción de pautas que permitan mejorar la eficacia del mercado de trabajo. Solo así será posible consolidar una situación de crecimiento económico sostenido en un marco europeo de estabilidad de precios.

17.12.1996.