

---

## Intervención del Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados

Sr. Presidente, Señorías:

Desde mi última comparecencia ante Sus Señorías, el pasado mes de diciembre, la evolución de la inflación en España ha sido muy favorable. Como saben Vds., la tasa de inflación interanual se situó, en abril, en el 1,7 %, un nivel apenas alcanzado por la economía española en los últimos treinta años, que permite cumplir con holgura y con notable antelación los objetivos fijados por el Banco de España. Se esperaba, ciertamente, un descenso de la tasa de inflación en estos meses, pero los resultados han superado notablemente las previsiones. Esto constituye un motivo de satisfacción para todos y, desde luego, para el Banco de España, que tiene encomendada la tarea de velar por la estabilidad del nivel general de precios. El reducido aumento de los precios es positivo en sí mismo, modera las distorsiones que la inflación crea en el funcionamiento de la economía y facilita la participación de España en la Unión Monetaria Europea (UME).

La economía española, que durante muchos años encontró una resistencia al descenso de la tasa de inflación por debajo del 4 %-5 %, ha sido capaz no solo de franquear esta barrera sino de aproximarse sustancialmente a las tasas de inflación prevalecientes en los países europeos más estables. Tal era el objetivo principal del nuevo esquema de política monetaria que se puso en marcha en 1994, tras la aprobación del Estatuto de Autonomía del Banco de España. Esta estrategia, basada en el establecimiento de objetivos directos de inflación, ha alcanzado resultados muy positivos. Todos los principales componentes del índice de precios de consumo han contribuido a su menor crecimiento. Los precios de los alimentos —caracterizados por su acusada erraticidad— han continuado desacelerándose, pero a un ritmo más rápido e intenso que el esperado tras algunos contratiempos y resistencias encontrados en 1996; los precios de los bienes industriales no energéticos han moderado su ritmo de aumento, aunque deberán hacerlo aún más para acercarse al de los países más estables de la Unión Europea (UE), donde viene siendo nulo desde hace un año; los precios en el sector servicios, que habían venido manifestando una mayor resistencia a la baja, han tenido también un mejor comportamiento en los últimos meses.

Sería, sin embargo, injusto y simplista atribuir a la política monetaria en exclusiva los buenos resultados desinflacionistas de los últimos meses. Como he señalado en otras ocasiones, la política monetaria no puede luchar por sí sola contra la inflación, especialmente en el corto plazo. La moderación reciente de los precios no hubiera sido posible sin el concurso

de la política de consolidación fiscal; tampoco se hubieran alcanzado, posiblemente, tasas de inflación tan reducidas sin las reformas liberalizadoras que han aumentado la competencia en numerosos sectores, lo que se ha traducido en una mayor disciplina en los procesos de formación de precios. También el contexto internacional, con un fuerte clima de competencia y una evolución moderada de los precios, ha ejercido un efecto coadyuvante en la reducción de nuestra tasa de inflación.

Los buenos resultados alcanzados en el frente de los precios son especialmente satisfactorios por haber venido acompañados de una recuperación gradual de la actividad económica, y porque hacen muy probable que se pueda cumplir el criterio relativo a la inflación en la selección de los países inicialmente integrantes de la UME que, como saben Sus Señorías, tendrá lugar en la primavera de 1998. Este criterio se define sobre la media de las tasas de inflación de los doce últimos meses, por lo que las mejoras recientes tardarán algunos meses en incorporarse plenamente al indicador relevante. No puede decirse, por tanto, que estemos cumpliendo el criterio de inflación en un sentido estricto en estos momentos, aunque sí que estaremos cumpliéndolo en los próximos meses, dada la trayectoria reciente y las expectativas para el futuro inmediato. La buena evolución de la inflación ayudará a que los criterios de tipo de interés y de tipo de cambio también se cumplan —como ha venido ocurriendo en los últimos meses—, porque dependen, de manera muy estrecha, de la valoración que hacen los mercados financieros de las condiciones de estabilidad de la economía, valoración que ha ido mejorando visiblemente en los últimos tiempos; y ayudará también al cumplimiento de los criterios relativos a las finanzas públicas, porque el control de los precios, al permitir el descenso de los tipos de interés, alivia la carga financiera de la deuda pública. Una tasa de inflación moderada en este año y en el próximo, permitirá, además de hacer más factible el ingreso en la UME, que este se realice en mejores condiciones para la economía española; en caso contrario, los diferenciales de inflación —aunque fueran pequeños— tenderían a traducirse en pérdidas de competitividad que serían especialmente dañinas en vísperas de la fijación definitiva de la paridad de la peseta.

El Programa de Convergencia, recientemente presentado por el Gobierno y respaldado por el Consejo ECOFIN, se plantea, como uno de sus objetivos principales, consolidar las ganancias tan costosamente adquiridas en el terreno de la lucha contra la inflación. No voy a extenderme en la explicación de la estrategia contenida en el Programa, porque no me correspon-

de y porque Sus Señorías la conocen perfectamente. Quisiera subrayar, sin embargo, que una de sus piezas centrales es el logro de una combinación de políticas económicas más armoniosa, que, mediante una aportación mayor de la política fiscal al esfuerzo de estabilización de la economía, permita a la política monetaria alcanzar sus objetivos de inflación de manera que sea posible continuar la senda de aproximación a los tipos de interés prevalecientes en los países de la futura UME. Parte de los resultados positivos cosechados este año son atribuibles a este mayor equilibrio entre ambas ramas de las políticas de demanda, que ha puesto en marcha un círculo virtuoso que el Programa de Convergencia se propone reforzar: el adecuado control de los precios permite recortes de los tipos de interés, que, por un lado, reducen la carga de la deuda y, por tanto, el déficit, mientras que, por otro, estimulan la actividad económica —especialmente la inversión—, lo que contribuye al aumento del empleo y ayuda a mantener bajo control las finanzas públicas. Aunque los indicadores sobre evolución de la actividad económica en los primeros meses del año son todavía parciales e incompletos, la información disponible permite pensar que la economía española se ha adentrado en un proceso de estas características, cuyos resultados serán más perceptibles, según cabe esperar, a medio y largo plazo.

El aumento del dinamismo de la economía española parece transcurrir paralelo a un cambio de composición en sus factores impulsores. La contribución positiva de la demanda exterior neta comienza a reducirse, debido a un ritmo de crecimiento de las exportaciones menor —aunque todavía elevado— y a una aceleración de las importaciones, en sintonía con la recuperación de la demanda interna. Entre los componentes de esta última, es el consumo privado el que muestra una reactivación más clara, aunque todavía moderada, como consecuencia del aumento de la confianza, del incremento de la riqueza financiera de las familias y del efecto de la reducción de la inflación sobre el poder adquisitivo de su renta disponible nominal, que está creciendo muy moderadamente. La inversión de bienes de equipo, por su parte, parece estar superando el bache que sufrió a finales del año pasado, mientras que la construcción va saliendo lentamente de la situación recesiva en la que se encontraba.

A la mejora del clima económico han contribuido también las reformas orientadas hacia una mayor liberalización y desregulación de los mercados, que aumentan la eficiencia de la economía y ayudan a frenar las tensiones inflacionistas. En el mismo sentido, los acuerdos alcanzados entre los sindicatos y los empresarios

en el ámbito del mercado de trabajo y las medidas de apoyo adoptadas por el Gobierno han tenido un impacto positivo sobre las expectativas, y permitirán que el crecimiento económico venga acompañado de unas condiciones mejores en la creación de empleo.

Los mercados financieros han reaccionado muy positivamente a esta evolución que estoy describiendo tan sumariamente. Los tipos de interés a largo plazo, que habían descendido casi tres puntos en 1996, han continuado bajando en los primeros meses de este año, aunque más moderadamente (0,3 puntos hasta el mes de mayo); el diferencial con los tipos a largo plazo alemanes se ha reducido en una cuantía equivalente y el índice de cotización de las acciones en Bolsa se ha revalorizado un 26 %, en el mismo período. Esta evolución de los mercados financieros ha estado muy influida por las expectativas de participación de España en la UME, que han mejorado perceptiblemente en los últimos meses, a medida que los resultados económicos iban confirmando las elevadas probabilidades que tiene nuestro país de alcanzar una convergencia satisfactoria en el calendario previsto. Es natural que los mercados financieros estén pendientes de las expectativas de participación de los países de la UE en la UME, ya que esta condicionará de manera decisiva la rentabilidad de las inversiones en cada uno de ellos. Para España, la participación en el área del euro representa una garantía de estabilidad macroeconómica y de fortaleza de la moneda que los mercados financieros valoran, lógicamente, de manera muy positiva. El diseño de la UME asegura, con un razonable grado de confianza, que los países que en ella participen adoptarán políticas económicas saneadas; esta garantía se ha visto fortalecida recientemente por el acuerdo sobre el Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento.

La atención de los mercados financieros a los avatares de la UME es, por tanto, razonable, y, en combinación con los buenos resultados y las medidas de política económica adoptadas, contribuye a explicar la revalorización de los bonos y de otros activos financieros y la estabilidad del tipo de cambio de la peseta. Sin embargo, el hecho de que la atención de los mercados financieros esté muy concentrada en las expectativas de participación en la UME entraña también una cierta volatilidad y un riesgo de oscilaciones que me temo que es inevitable aceptar hasta el momento de la selección de los países que la integren inicialmente. Las políticas económicas deben contar, por ello, con un cierto margen de maniobra para hacer frente a posibles oscilaciones futuras de los mercados financieros. Este es uno de los motivos por los que el Banco de España viene administrando

con prudencia el margen de posibles descensos de sus tipos de interés de intervención.

La trayectoria futura de los tipos de interés va a venir determinada, básicamente, por los mismos factores que la han condicionado en el pasado, de manera destacada —como no puede ser de otra forma, dado el mandato del Estatuto del Banco de España— por las perspectivas inflacionistas en un horizonte de medio plazo. En este sentido, las previsiones disponibles permiten pensar que, después de los notables progresos realizados en los últimos meses —que podrían persistir incluso en el mes de mayo—, la tasa de inflación, medida por el índice interanual, podría estabilizarse e incluso experimentar un ligero repunte en torno al verano, aunque manteniéndose algo por debajo del 2 % en lo que queda de año. El reto que tenemos en esta situación es consolidar de manera duradera los importantes logros alcanzados.

El Banco de España nunca ha pretendido que su política de tipos de interés reaccionara de manera más o menos automática a la evolución contemporánea de la inflación, sino que intenta —al igual que otros bancos centrales que siguen esquemas de objetivos directos de inflación— reaccionar frente a las tendencias inflacionistas a medio plazo. En este sentido, la reciente trayectoria descendente de la tasa de inflación, aunque refleja en su mayor parte un ajuste duradero, contiene ciertos factores de reducción con los que no se puede contar indefinidamente. Por un lado, el comportamiento reciente del precio de los alimentos —sobre todo, de los elaborados— puede considerarse excepcionalmente favorable, en parte, por motivos climáticos. Existen ciertos riesgos de que este componente, errático por naturaleza, cambie de tendencia en los próximos meses. Por otro lado, parte del reciente descenso de la tasa interanual es imputable a la desaparición de la influencia que sobre ella tuvieron algunas subidas de impuestos decididas el año pasado, así como a la moderación de algunos productos cuyo precio se encuentra ligado, directa o indirectamente, a decisiones administrativas. Es improbable que estos elementos continúen ayudando a la contención de los precios en la misma medida en que lo han hecho en los últimos meses. Por estos motivos —y también porque el margen para descensos adicionales de la tasa de inflación es realmente escaso—, es razonable esperar que el descenso de la tasa interanual se detenga en los próximos meses. Lo importante es que no se inicie una fase de retroceso que ponga en peligro la sostenibilidad de la convergencia.

Por otro lado, como ya he señalado, las previsiones macroeconómicas para este año apun-

tan a que la demanda nacional deberá tomar el relevo de la demanda exterior como motor principal del crecimiento del producto. Esta evolución, coherente con la maduración natural del ciclo económico, implica una composición de la demanda ligeramente más desfavorable desde el punto de vista de la contención de las tensiones inflacionistas y aconseja, por tanto, una cierta prudencia del lado de la política monetaria. Otros elementos de prevención proceden de la evolución de los costes laborales unitarios, del reciente crecimiento de algunos agregados monetarios y del comportamiento futuro de los mercados financieros internacionales, tres factores a los que me referiré brevemente a continuación.

El crecimiento de los costes laborales unitarios, moderado en 1995, experimentó una cierta aceleración en 1996, que, a juzgar por los indicadores parciales disponibles, no se ha corregido en los primeros meses de 1997. En una fase de descenso abrupto de la tasa de inflación, los salarios no se han adaptado con la rapidez suficiente a esta mayor estabilidad nominal. Ello se ha traducido en unas mayores presiones sobre los márgenes de explotación de las empresas, cuyo impacto sobre sus beneficios se ha amortiguado por el notable descenso de los gastos financieros, resultado de los menores tipos de interés. Esta contribución de los tipos de interés no puede, sin embargo, acentuarse indefinidamente, por lo que se hace necesario un ajuste de los aumentos salariales al nuevo marco de mayor estabilidad nominal, en el que deben acompasarse más a las ganancias de productividad. Esta adaptación de los salarios al nuevo entorno de baja inflación —especialmente necesaria si se quiere que la creación de empleo se beneficie de la recuperación del crecimiento económico— es, en todo caso, imperativa de cara a la participación en la UME.

El crecimiento de los agregados monetarios, que puede interpretarse como indicador adelantado de las presiones inflacionistas, ha proporcionado señales contradictorias en el período reciente. Por una parte, los activos líquidos en manos del público (ALP) —el agregado que el Banco de España ha venido observando con mayor atención— moderó su ritmo de crecimiento, a lo largo de 1996 y en los primeros meses de 1997, desde tasas cercanas al 10 % hasta otras situadas en torno al 5 %. Este menor crecimiento debe valorarse, sin embargo, a la luz de los desplazamientos producidos en las carteras de activos financieros del público, que han discurrido en dos direcciones: desde depósitos a plazo hacia posiciones más líquidas, y desde activos incluidos en ALP hacia participa-

ciones en Fondos de Inversión mobiliaria (FIM). Estos desplazamientos se han reflejado, respectivamente, en un mayor crecimiento de las definiciones de liquidez más estrechas y más amplias que ALP.

Los agregados monetarios más estrechos —M1 y M2, en la jerga habitual de la política monetaria— han venido aumentando su tasa de crecimiento en 1996 y en los primeros meses de este año, hasta situarse en torno al 10 %-11 %. En la medida en que las posiciones financieras más líquidas suelen estar más vinculadas a las decisiones de gasto del sector privado, estos desplazamientos aconsejan desconfiar del comportamiento aparentemente tranquilizador de la caída del ritmo de expansión de ALP.

Los desplazamientos en sentido contrario —hacia posiciones menos líquidas— han venido inducidos, a su vez, por motivos de rentabilidad financiero-fiscal, tras las medidas adoptadas en junio del año pasado, que aumentaron el atractivo y la liquidez de algunas participaciones en Fondos de Inversión, y, por supuesto, por el fuerte descenso registrado por los tipos de interés sobre los activos incluidos en ALP. Cuando se producen desplazamientos de este tipo, resulta extraordinariamente difícil evaluar en qué medida estas posiciones financieras pueden o no sustentar decisiones futuras de gasto. Parece claro, en todo caso, que las participaciones en algunos Fondos de Inversión —sobre todo los de renta fija, que son los que han experimentado un mayor aumento— son sustitutivos muy próximos de algunos instrumentos financieros incluidos en ALP. En tal caso, la señal proporcionada por ALP estaría sesgada a la baja, y sería preciso seguir también la evolución de un agregado monetario más amplio, que interiorizara estos trasvases. De acuerdo con las estimaciones del Banco de España, el agregado monetario así calculado —que incluye ALP y participaciones en los Fondos de Inversión más líquidos— habría tenido un comportamiento más expansivo que los ALP. El crecimiento de este agregado más amplio que ALP se habría ido acelerando el año pasado, hasta alcanzar tasas cercanas al 10 % —mientras ALP se desaceleraba hasta tasas del orden del 8 %—, y estaría creciendo en los últimos meses en torno al 8 %, más de tres puntos por encima del crecimiento de ALP. Hay que señalar, no obstante, que, aunque las tasas de crecimiento recientes de estos agregados difieren, ambas han experimentado descensos en los primeros meses de este año.

Como ya he indicado, cuando se producen desplazamientos financieros de este tipo, resulta difícil delimitar la definición de liquidez idó-



nea en relación con el gasto, por lo que la valoración del crecimiento monetario debe tener en cuenta diversos agregados. En este sentido, a pesar de que la caída del crecimiento de ALP pudiera interpretarse como una señal más de que las tensiones inflacionistas tienden a desvanecerse, la aceleración de los agregados más estrechos y el mayor crecimiento de los agregados más amplios son motivo de inquietud para el Banco de España, en la medida en que pueden señalar una expansión de la liquidez, a medio plazo, incongruente con las tasas de inflación observadas e incompatible con los objetivos fijados. En la misma línea apuntan las tasas de expansión que viene registrando el crédito concedido al sector privado, que se han situado por encima del 10 %. La inflación es, a largo plazo, un fenómeno monetario —en el sentido de que siempre viene precedida o acompañada de un aumento de la cantidad de dinero adecuadamente definida—, por lo que conviene seguir con atención, en los próximos meses, las señales proporcionadas por el crecimiento de la liquidez y del crédito en sus diversas definiciones.

En el ámbito internacional existen también elementos cuya evolución puede afectar a la política monetaria. Por una parte, la reciente subida de los tipos de interés estadounidenses podría sostener la fortaleza del dólar, que, a su vez, podría tener algún impacto inflacionista sobre las economías europeas en general, entre ellas, la española. Por otro lado, como ya he señalado anteriormente, la atención de los mercados financieros internacionales estará muy centrada en el proceso de formación de la UME. En los doce próximos meses, estos mercados seguirán con particular interés las decisiones principales que jalonarán el camino hacia la UME. Las diversas cumbres de la UE, a nivel de los ministros o de los Jefes de Estado y de Gobierno; el resultado de la Conferencia Intergubernamental para la reforma del Tratado de la Unión Europea; los informes sobre el progreso hacia la convergencia, que realizarán la Comisión Europea y el Instituto Monetario Europeo, así como el dictamen del Parlamento Europeo y, en fin, de manera especial, la decisión final sobre los países participantes, en la primavera de 1998, provocarán ajustes de los mercados financieros en favor de las monedas cuya participación se confirme y en contra de las que puedan quedar excluidas, sobre todo si no es por voluntad de sus propios gobiernos. Ante el riesgo de que estos acontecimientos provoquen cierta inestabilidad de los mercados financieros, resulta especialmente importante alcanzar el momento del examen de convergencia con holgura y con resultados que sean sostenibles. En este sentido, resulta adecuado

y oportuno que la tasa de inflación haya experimentado un descenso rápido y con notable antelación respecto a los objetivos, no solo porque la entrada en la UME se hace más probable, sino también porque sitúa a la economía española en una mejor situación, desde el punto de vista de la sostenibilidad de estos resultados, y porque proporciona un punto de partida más adecuado para la fijación de los tipos de cambio, al impedir la erosión de competitividad que resultaría de una acumulación de diferenciales de inflación con anterioridad a la entrada en la UME.

En resumen, tras una rápida y acusada reducción de la tasa de inflación, estamos alcanzando lo que puede estimarse, razonablemente, como el suelo de ese descenso. Estamos situados en unos ritmos de avance de los precios de consumo muy favorables, similares a los que registran los países tradicionalmente más estables en el área de la UE. Se trata, ahora, de mantenernos en esa situación. Las expectativas para los próximos meses —especialmente importantes en relación con la selección de países integrantes de la UME— son tranquilizadoras. Debemos, sin embargo, dirigir nuestra atención a un horizonte más dilatado, a medio plazo, que incluye el período en el que se inicia el funcionamiento de la UME. Y debemos prestar atención a los riesgos que pueden afectarnos en ese horizonte.

Existen buenas razones para pensar que la economía española mantendrá y reforzará su ritmo de crecimiento a lo largo del año próximo; y que lo hará con una estructura de la demanda —más apoyada en el avance del consumo privado— que resultará menos propicia a la contención de los precios que la registrada en el pasado reciente. Cabe esperar que el comportamiento de los salarios se adecuará a la nueva situación de los precios, pero lo cierto es que sus actuales ritmos de crecimiento no son compatibles con el sostenimiento de las tasas de inflación actuales a medio plazo. Y es preciso atender al crecimiento de la liquidez de la economía y evitar que se desborde en un aumento del gasto nominal.

Todos estos son riesgos que la política económica y, especialmente, la política monetaria han de prever y a los que el Banco de España ha de prestar, como es lógico, una especial atención más allá de las preocupaciones inmediatas a las que siempre está sometida la política monetaria.

Muchas gracias.

28.5.1997.