

# CONSIDERACIONES SOBRE EL DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN ESPAÑA

José Luis ESCRIVA

**E**N la coyuntura actual, existen suficientes cuestiones abiertas, de distinta naturaleza, que hacen particularmente difícil la tarea de establecer precisiones sobre la orientación que va a adquirir la política monetaria española en el horizonte que marca el inicio de la fase II de la unión económica y monetaria (UEM).

En el ámbito institucional, existen incertidumbres sobre el proceso de ratificación del Tratado de Unión Europea, dado que faltan por concretarse las posiciones finales danesa y británica. Con independencia de lo que ocurra en este proceso, existen dudas razonables sobre el mantenimiento de los calendarios establecidos en dicho Tratado. La fase de transición hacia la unión monetaria —cuya extensión sería de tres a cinco años— puede resultar demasiado larga desde la perspectiva de los países que ya han alcanzado un grado elevado de convergencia nominal, y que durante este período pueden verse expuestos a procesos intensos de inestabilidad cambiaria como los registrados en el seno del Sistema Monetario Europeo (SME) durante los últimos meses de 1992 y el inicio de 1993. En cambio, en el caso de otros países, con dificultades para avanzar en el proceso de convergencia, la extensión prevista para la fase II de la UEM puede resultar demasiado corta.

A escala macroeconómica, existe, igualmente, incertidumbre sobre la duración e intensidad del período bajista del ciclo económico, tanto en el ámbito nacional como en el contexto de la economía europea y mundial. No debería descartarse, en este sentido, un escenario en el cual los esfuerzos de convergencia con el núcleo más estable de la CE tuvieran

que realizarse en un entorno de fuerte debilidad de la actividad económica.

Por otra parte, las inestabilidades en el seno del SME pueden persistir y dar lugar a la aparición de nuevos episodios de crisis cambiarias, dado que no se vislumbran, en el horizonte más próximo, soluciones a las causas que están en la base de estas turbulencias (1). Paralelamente, los mercados financieros internos se han visto envueltos por este clima general de inestabilidad, lo que hace que la interpretación de la evolución de determinadas magnitudes monetarias se haga particularmente difícil.

Las condiciones descritas en los párrafos anteriores configuran un entorno para la política monetaria que va a requerir que el proceso de toma de decisiones en esta materia se oriente —de forma, si cabe, más marcada de lo que ha sido habitual en los últimos años— mediante criterios pragmáticos y flexibles.

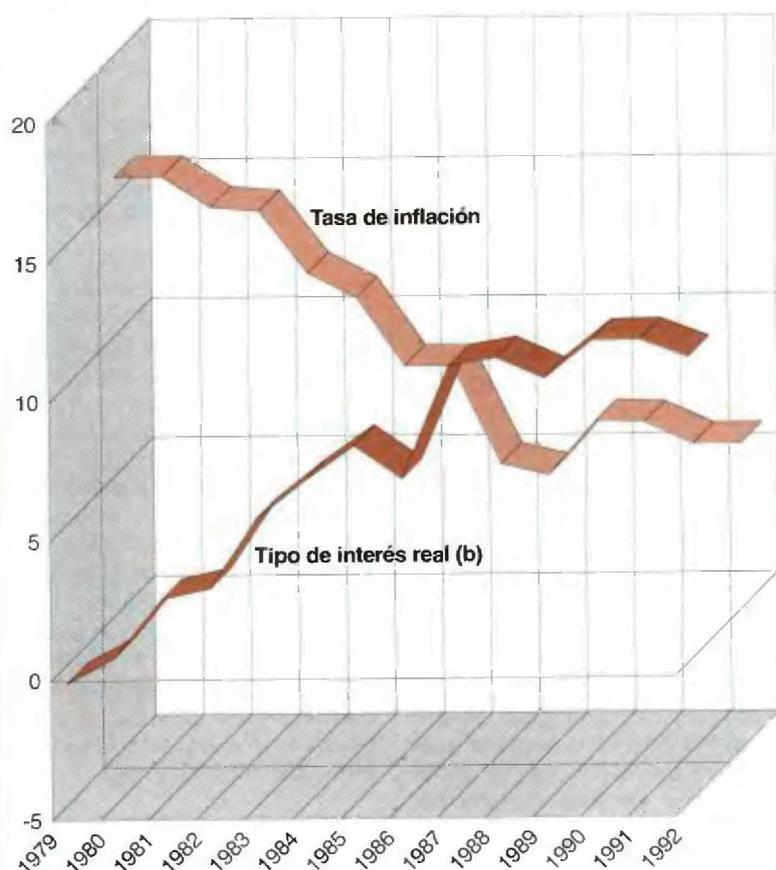
Conviene tener presente que se parte de una situación que viene caracterizada por la existencia de un grado de restricción monetaria efectiva sobre el gasto de la economía española relativamente elevado. En el gráfico 1 se evalúa dicha restricción por medio de un tipo de interés real representativo de las operaciones activas del sistema bancario. El nivel máximo en el que ha venido situándose este tipo en los últimos tres años es el resultado del mantenimiento de un tono riguroso de la política monetaria durante toda la segunda mitad de los años ochenta, en respuesta a la fuerte presión de la demanda interna, y bajo el condicionamiento impuesto por un comportamiento marcadamente procíclico de la política presupuestaria y

por una falta de moderación del crecimiento de las rentas salariales. El cambio en la posición cíclica de la economía española a lo largo de 1991 y, sobre todo, de 1992 parece aconsejar una cierta relajación de este grado de restricción, que tenderá a ser mayor en la medida en que se consoliden las tendencias apuntadas recientemente en términos de un tono más riguroso de la política presupuestaria y de una desaceleración de los costes salariales.

En lo que se refiere a los principios más permanentes que van a orientar la formulación de la política monetaria, no parece que existan alternativas a la estrategia seguida en los últimos años, basada en una combinación flexible entre el anclaje que proporciona la estabilidad cambiaria dentro del SME y la referencia que suministran los indicadores internos sobre la evolución del gasto nominal. Dicho de otra forma, la política monetaria seguirá buscando un grado medio de restricción que permita un cierto equilibrio, en la medida de lo posible, entre el cumplimiento de los compromisos cambiarios y los requerimientos de estabilización macroeconómica interna.

Una estrategia basada exclusivamente en el tipo de cambio no parece aconsejable. En una economía de la dimensión, grado de apertura al exterior y características estructurales de la española, la asunción de una estrategia de estabilidad cambiaria sostenida durante un período suficientemente dilatado de tiempo (2) no garantiza, por sí sola, la absorción de la disciplina monetaria suficiente para hacer converger la tasa de inflación interna con la vigente en el área a la que se ha ligado el tipo de cambio. El caso español muestra cómo esta estrategia tiende a agotarse si no va acompañada, por un lado, de los efectos que la mayor credibilidad antiinflacionista ha de ejercer sobre el mercado de trabajo, de modo que se hagan compatibles el crecimiento de las rentas salariales y la tasa de inflación de área, y por otro, de una decidida orientación de la política presupuestaria para la regulación de la demanda interna.

**GRAFICO 1**  
**TASA DE INFLACION Y TIPO DE INTERES REAL**  
**EX-POST (a)**



(a) Datos medios anuales.

(b) Tipo de interés activo de banca y cajas de 1 a 3 años, menos la tasa de inflación media del año.

Lógicamente, en la medida en que persistan los procesos de inestabilidad en el SME, el tipo de cambio perderá importancia a la hora de orientar el tono medio de la política monetaria. En contraposición, tenderá a primar la evaluación de los resultados que se obtengan en la corrección de los desequilibrios fundamentales de la economía, tanto mediante el seguimiento de las variables finales como, indirectamente, analizando las desviaciones en los objetivos de cantidad de dinero.

No obstante, en este último frente, la aparición de fenómenos nuevos de innovación financiera está erosio-

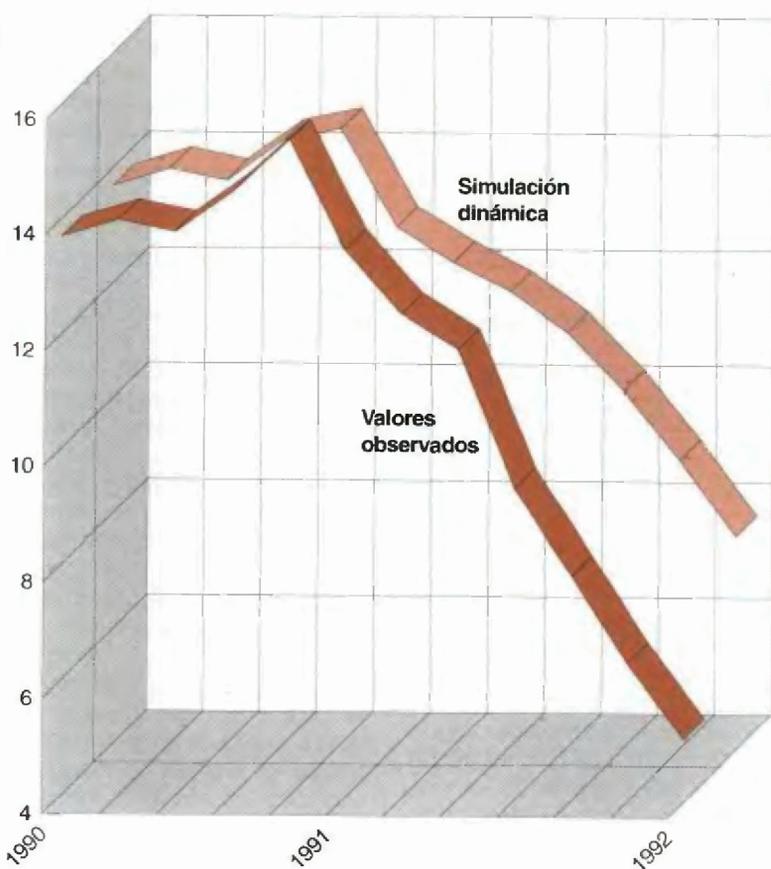
nando la capacidad para interpretar los movimientos de los agregados monetarios y, por tanto, su utilización en la formulación de la política monetaria, al menos en el corto plazo. En el análisis de esta situación, resulta conveniente estudiar la evolución del contenido informativo de los agregados monetarios desde una perspectiva temporal algo más amplia.

Una vez suprimidas las restricciones a la expansión del crédito bancario al final de 1990, los mercados financieros iniciaron una etapa de normalización que se extendió a lo largo de 1991. Durante ese año, no

se registraron perturbaciones financieras de especial magnitud, ni trasvases bruscos de activos financieros que distorsionaran significativamente los ritmos de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios. Este fenómeno puede apreciarse en el gráfico 2, en el que se presenta una simulación dinámica de la senda de crecimiento de ALP2 —ALP más pagarés de empresa—, que se deriva de la función de demanda para este agregado utilizada en los ejercicios de programación monetaria del Banco de España, y que suministra una fundamentación empírica del anclaje nominal que proporcionan las definiciones de liquidez. La simulación se ha realizado tomando como punto de origen el último trimestre de 1990, y en el gráfico señalado pueden compararse los valores simulados con los valores verdaderamente registrados. Se puede observar, en primer lugar, un cierto exceso de expansión monetaria en los dos primeros trimestres de 1991, que constituye un resultado esperado tras el episodio de control del crédito, ya que, si bien dichos controles fueron perdiendo eficacia según avanzaba 1990, un cierto número de agentes resultó efectivamente racionado y mantuvo embalsadas decisiones de gasto, a financiar con créditos bancarios, a la espera del levantamiento de las restricciones. En cualquier caso, este fenómeno fue de intensidad moderada y no distorsionó la relación tendencial de la cantidad de dinero con el gasto nominal contenida en su función de demanda; tal como se aprecia en el gráfico 2, ALP2 vuelve a situarse en torno a su senda de demanda en los dos últimos trimestres de 1991 (3).

Sin embargo, la trayectoria del agregado monetario se desalinea de forma brusca del crecimiento que marca su función de demanda a partir del primer trimestre de 1992, y la brecha entre ambas series se va ampliando progresivamente a lo largo del año: mientras la función de demanda preveía una moderación en el crecimiento de ALP desde tasas en torno al 12 por 100 a finales de 1991 hasta el 8 por 100 un año después, la desaceleración registrada ha

**GRAFICO 2**  
**ALP (a). TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL**



(a) Incluye deuda especial.

sido sensiblemente superior, para terminar 1992 con una tasa de expansión anual en el último trimestre del 5,5 por 100. Esta fuerte discrepancia entre la evolución observada del agregado y la que resultaría coherente con su relación secular con el gasto nominal refleja la existencia de un desplazamiento muy intenso de la velocidad de circulación de ALP2.

No obstante, desde la perspectiva del mantenimiento en el futuro del contenido informativo de los agregados de la cantidad de dinero, lo más preocupante no es tanto el tamaño de la perturbación financiera registrada en 1992 como la posibili-

dad de que se trate de procesos de naturaleza estructural que terminen consolidándose. En efecto, los fenómenos financieros que se encuentran en la base de la fuerte reducción de la demanda de activos líquidos a lo largo del pasado año están ligados esencialmente a la expansión de los fondos de inversión mobiliaria y a la generalización de operaciones transfronterizas, particularmente las consistentes en la deslocalización de depósitos. A diferencia de lo ocurrido en el pasado con otras innovaciones financieras, que en general no afectaron sustancialmente a la trayectoria a medio plazo de ALP, no hay que descartar que estos dos nuevos fe-

nómenos introduzcan, de manera persistente, inestabilidad en la evolución del agregado, así como una disminución tendencial en su demanda difícil de estimar anticipadamente.

Por lo que respecta a los fondos de inversión mobiliaria, las ventajas relativas, en términos de liquidez y de rentabilidad financiero-fiscal, que presenta este instrumento financiero hacen pensar que su potencial de crecimiento es todavía muy elevado, y que dicho crecimiento se realizará, en parte, a costa de ahorro materializado actualmente en instrumentos incluidos en la definición de ALP. Dicho proceso podrá adquirir especial intensidad, como ocurrió en los primeros meses de 1992, si se reduce la incertidumbre que preside la evolución de los mercados desde el pasado otoño y se estabilizan las expectativas de tipos de interés. No obstante, los procesos de sustitución que se registren entre ALP y participaciones en fondos de inversión mobiliaria habrá que evaluarlos con cautela, pues su grado de sustituibilidad puede distar de ser perfecto. Si bien la liquidez que ofrecen los fondos es muy elevada, el valor de las participaciones está sometido a fuertes fluctuaciones, difíciles de anticipar, lo que dificulta recurrir a los fondos invertidos en este instrumento para sustentar decisiones de gasto.

Igualmente, existen indicios de que la deslocalización de depósitos se puede configurar como un proceso relativamente permanente, en la medida en que los agentes residentes tengan incentivos fiscales para trasladar sus depósitos desde España a alguno de los países comunitarios en los cuales no existe retención fiscal en origen de los activos financieros.

A pesar de la concurrencia de los fenómenos descritos anteriormente, la información parcial de que se dispone acerca de ellos debe permitir evaluar, desde una perspectiva de medio plazo, la naturaleza de los desplazamientos en la velocidad de ALP para, así, poder poner en relación los crecimientos observados con sendas de referencia que marquen la expansión tendencial de su demanda.

Pasando al terreno del marco institucional en el que se desarrolla la política monetaria, el Tratado de la Unión Europea establece, en su artículo 108, que antes de iniciarse la fase III de la unión monetaria —«a más tardar, en la fecha de constitución del SEBC»— las legislaciones nacionales deben adaptarse al contenido del Tratado en materia de política monetaria, lo que implica que los bancos centrales nacionales deben ser completamente independientes de los gobiernos respectivos en el ejercicio de sus funciones en esta materia.

El gobierno español decidió anticiparse a este calendario e incorporó a su Plan de Convergencia el compromiso, cumplido posteriormente, de enviar al Parlamento antes de finalizar 1992 un proyecto de Ley de Autonomía del Banco de España. Dicho proyecto de Ley introduce modificaciones importantes con respecto a la Ley vigente de Organos Rectores del Banco de España, las cuales suponen otorgar competencias plenas a esta última institución para definir la política monetaria, que debe orientarse a la consecución de la estabilidad de precios. Igualmente, en este proyecto se asegura la prohibición absoluta de que el Banco de España financie al Tesoro o a cualquier administración pública —con lo que se da cumplimiento al artículo 104 del Tratado de la Unión Europea— y se alteran distintos aspectos del régimen de órganos rectores del Banco, con el objeto de incrementar su autonomía.

Está previsto que esta Ley sea aprobada por el Parlamento a lo largo de 1993 y que entre en vigor el 1 de enero de 1994. Por tanto, si se cumple esta previsión, el Banco de España tendrá capacidad para formular la política monetaria de forma independiente desde el mismo comienzo de la fase II de la unión monetaria.

En algunos ámbitos, se han despertado ciertas expectativas de que este cambio en el estatuto del Banco de España pueda contribuir decisivamente a mejorar los resultados que se obtengan en el terreno de la lucha contra la inflación.

Estas expectativas están basadas en la existencia, sin duda, de una elevada correlación entre el grado de independencia del que han disfrutado los bancos centrales y los resultados en el frente de la estabilidad de precios.

Sin embargo, un análisis cuidadoso de los países que presentan experiencias con más éxito en este campo permite apreciar que, detrás de una estrategia anti-inflacionista eficaz y perdurable, lo que realmente existe es un consenso general de la política económica y social de dicho país sobre la estabilidad de precios que deriva en comportamientos de los agentes económicos que resultan compatibles con este principio. En este contexto, la existencia de un banco central independiente constituye una de las distintas manifestaciones de este consenso de la sociedad para evitar el crecimiento de los precios.

Bajo esta perspectiva, la concesión de independencia al Banco de España en materia de política monetaria se debe contemplar dentro de un conjunto más amplio de medidas —que configuran el Plan de Convergencia presentado por el gobierno— en las que se plasma un compromiso firme de las autoridades para alcanzar la convergencia nominal con el núcleo de países más estables de la CE. En este sentido, hacer posible el logro de este objetivo va a depender, más que de la existencia de una independencia formal del Banco de España en materia de política monetaria (4), de la realización de otros muchos aspectos de este plan. Concretamente, para reducir de forma perdurable la tasa de inflación por debajo de los niveles actuales, serán necesarias transformaciones profundas en las pautas de comportamiento de los agentes sociales y la eliminación de numerosas rigideces en la oferta de la economía, que impiden el ajuste de los precios.

Es posible que determinadas estrategias de control monetario que el Banco de España diseñe y ejecute, una vez que disfrute formalmente de independencia, vayan acompañadas de una credibilidad a corto plazo

mayor de la que se ha podido dar en el pasado. Sin embargo, estas ganancias de credibilidad resultarán efímeras si no vienen acompañadas de una contribución decidida desde otros ámbitos de la política económica, y si no se generalizan conductas disciplinadas de los agentes que participan en los procesos de formación de precios y salarios.

Los episodios recientes en el seno del SME ponen de manifiesto, con especial crudeza, cómo en economías abiertas al exterior y con fluctuación limitada del tipo de cambio, como es el caso español, si no se ponen en marcha los procesos señalados anteriormente en el terreno de la política presupuestaria y en el de la formación de rentas, termina desencadenándose una crisis de credibilidad, en cuya génesis resulta crucial la percepción, por parte de los agentes que operan en los mercados, de la insostenibilidad de una política que entraña costes reales muy elevados y crecientes. Llegados a este punto, la experiencia reciente del SME ha puesto de manifiesto que, en las condiciones actuales de libertad completa de movimientos de capitales, el margen de maniobra del que dispone el banco central para afrontar una crisis de credibilidad y preservar la estabilidad del tipo de cambio termina siendo reducido.

#### NOTAS

(1) Véase el *Boletín Económico* del Banco de España de enero de 1993.

(2) Unos seis años en el caso de España si sumamos, a los tres años largos transcurridos desde la entrada de la peseta en el SME hasta la devaluación de septiembre de 1992, los cerca de tres años de rigor cambiario en el periodo previo a esta incorporación.

(3) Este hecho contrasta con los resultados obtenidos en otros países —particularmente, el Reino Unido—, en los que las regularidades empíricas entre dinero, precios y renta sufrieron un fuerte deterioro tras periodos de control del crédito.

(4) En cualquier caso, la ausencia de esta independencia formal no ha impedido que el grado medio de restricción ejercido por la política monetaria durante los últimos años haya sido relativamente elevado.