

# LA AUTONOMÍA DEL BANCO DE ESPAÑA Y EL NUEVO DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA

Fernando GUTIÉRREZ JUNQUERA

## I. INTRODUCCIÓN

A partir de junio de 1994, fecha de la aprobación de la Ley de Autonomía del Banco de España, se ha producido una modificación básica en el contexto institucional en el que se desenvuelve la política monetaria en nuestro país. Inmediatamente después, a finales de 1994, la formulación de los objetivos de la política monetaria para 1995 recogió cambios muy importantes en el esquema de la política monetaria española. Estos cambios se sustentaban, en gran medida, en la Ley de Autonomía, que, además, define el marco que ha determinado su alcance y su orientación. En este artículo se pretende explicar cuál es la relación entre los cambios legales y los operados en el terreno del diseño y la ejecución de la política monetaria para, finalmente, presentar un somero balance del funcionamiento del nuevo esquema de política monetaria en sus primeros meses.

## II. EL NUEVO MARCO LEGAL DE LA POLÍTICA MONETARIA

La Ley de Autonomía configura al Banco de España como una entidad de derecho público que, subordinada al gobierno en términos generales, goza de plena autonomía en el ámbito de la política monetaria, con la finalidad primordial de alcanzar la estabilidad de precios. En la medida en la que no perjudique a este objetivo, la política mone-

taria apoyará la política económica general del gobierno. Por tanto, el Banco, en el ámbito de la política monetaria, no está sometido a instrucciones del gobierno, y tiene capacidad para formularla e instrumentarla de la manera que juzgue adecuada para alcanzar el objetivo que la Ley establece.

Por lo que respecta al tipo de cambio, la Ley de Autonomía atribuye al gobierno, previa consulta con el Banco de España, la adopción del régimen del tipo de cambio y la paridad de la peseta con otras monedas. Por su parte, al Banco de España le corresponden la gestión de las reservas exteriores y la ejecución de la política cambiaria, para lo cual podrá realizar las operaciones que estime convenientes. Es claro que, dada la dificultad para deslindar la política monetaria y la política cambiaria, el texto legal introduce cierta ambigüedad, común a los países con bancos centrales independientes (en casi todos los cuales la responsabilidad del tipo de cambio se atribuye al gobierno). En efecto, en estas condiciones, y salvo países que tengan un régimen de tipo de cambio de flotación «pura», la autonomía real de la política monetaria depende de cómo el gobierno y el banco central resuelvan en la práctica este reparto de competencias.

La experiencia demuestra que la única forma de superar una situación como la descrita, de reparto de competencias, es una coordinación entre el Gobierno y el banco central, de manera que:

1) el banco central sea escuchado y comparta la opinión del gobierno acerca de un régimen y paridad determinados de la moneda; 2) el gobierno fije directrices relativamente amplias para el tipo de cambio, que permitan una cierta autonomía de la política monetaria; 3) las decisiones del gobierno relativas a cambios en la paridad o el régimen cambiario sean compatibles con la estabilidad de precios, o se tomen de manera coordinada con otras medidas correctoras (en el ámbito fiscal, o en otros sobre los que el gobierno tiene responsabilidad).

La Ley de Autonomía aporta, explícitamente, algunos de los elementos señalados: el establecimiento del régimen de tipo de cambio, y el de la paridad de moneda, se hará previa consulta con el Banco de España, y éstos deberán ser compatibles con el objetivo de estabilidad de precios. Por otra parte, el Banco tiene amplia capacidad para decidir dentro del ámbito de la ejecución de la política cambiaria. Con todo, y aunque el régimen actual del tipo de cambio permite un margen relativamente amplio de acción al Banco de España, es evidente que una coordinación, más allá de lo estrictamente establecido por la Ley, resulta imprescindible.

La atribución de independencia al Banco de España es importante, como luego se verá, para incrementar la eficacia de la política monetaria, pero esto sólo es así si sus propósitos y acciones son percibidos como más creíbles que en la situación previa. Por ello, la Ley incorpora una serie de aspectos para asegurar que esta independencia sea efectiva, sostener la credibilidad de la institución y favorecer la transparencia de sus actuaciones. Entre ellos, debe destacarse el que la Ley recoja de manera explícita la estabilidad de los

precios como objetivo primordial de la política monetaria, estableciendo una guía clara en función de la cual el Banco debe de orientar sus acciones, y el público, juzgarlas.

Por otra parte, la Ley establece la prohibición de toda financiación monetaria del déficit público; el régimen económico del Banco de España excluye a éste de las leyes que regulan el régimen presupuestario, patrimonial y de contratación de los entes del sector público estatal, y prescribe que sea el Parlamento el que apruebe el presupuesto de gastos e inversiones del Banco y que el Tribunal de Cuentas ejerza la fiscalización externa. Además, se establecen incompatibilidades y condiciones muy rígidas para la sustitución de los miembros del Consejo de Gobierno del Banco, y que el mandato de Gobernador y Subgobernador (de seis años) no será renovable. Todas estas garantías pretenden aislar la gestión de la política monetaria de las vicisitudes de los ciclos políticos generales de la nación y evitar posibles injerencias del ejecutivo. Finalmente, la transparencia de las acciones del Banco y la posibilidad de que éstas sean juzgadas se refuerza por la obligación específica del Gobernador de informar regularmente a las Cortes Generales y al gobierno de la política monetaria seguida, y por la posibilidad de que el Gobernador sea convocado por la Comisión de Economía del Congreso cuando ésta lo juzgue conveniente.

### **III. ¿POR QUÉ LA INDEPENDENCIA DEL BANCO DE ESPAÑA?**

Un motivo inmediato para la Ley de Autonomía del Banco de España es que así lo exige el

Tratado de Maastricht para el acceso a la unión monetaria europea. Los estatutos de los bancos centrales de los estados miembros habrán de ser adaptados —en particular, en lo que respecta a las disposiciones relativas a la independencia y al objetivo primordial de promover la estabilidad de precios— a los estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales, a más tardar, en la fecha de la constitución de este organismo; es decir, en el momento en el que se decida qué países accederán a la tercera fase de la unión monetaria.

Pero, a su vez, esta exigencia del Tratado remite a cuestiones más generales en el ámbito de la teoría y la experiencia monetarias. Entre ellas, debe destacarse el convencimiento, cada vez más generalizado, de que el saldo de beneficios y costes de la inflación es negativo: no cabe obtener aumentos permanentes de la producción y la renta reales a cambio de ritmos de inflación más elevados. Por el contrario, ha aumentado el peso de los argumentos que señalan que tasas más altas de aumento de los precios conducen a tasas de crecimiento más reducidas a largo plazo. La racionalidad de la independencia de los bancos centrales se apoya en estudios que, principalmente, parten de la observación de los problemas de inconsistencia temporal entre los objetivos de la política económica, que producen ciclos económicos ligados al ciclo electoral (1). Esta literatura teórica se encuentra apoyada por otros trabajos, de orientación empírica, que pretenden contrastar la evidencia de una relación inversa entre la independencia de los bancos centrales y la tasa de inflación (o su variabilidad). A pesar de las dificultades prácticas para «medir» la independencia de los bancos centrales, y para aislar esta característica de otras

del contexto económico que pueden incidir sobre la tasa de inflación, de todo este conjunto de trabajos ha surgido un cierto consenso académico y, sobre todo, este consenso se ha trasladado al ámbito de las autoridades económicas y las opiniones públicas nacionales. Todo ello ha desarrollado, a su vez, una tendencia hacia el establecimiento, en un gran número de países, no necesariamente candidatos a integrarse en la UME, de esquemas institucionales en los que al banco central se le asigna legalmente la misión de alcanzar y preservar la estabilidad de precios, y se le dota de medios para conseguir este objetivo (entre los que se incluye la independencia con respecto a otras instancias gubernamentales). Como parte cabal de esta responsabilidad, se establecen también los mecanismos para la explicación y la evaluación de sus actuaciones.

## **IV. PROBLEMAS DE LOS ESQUEMAS TRADICIONALES DE POLÍTICA MONETARIA**

### **1. El contexto internacional**

Importa, en primer lugar, señalar que la revisión del esquema de política monetaria no es, en absoluto, exclusiva de nuestro país. En muchos de los países desarrollados, se han llevado a cabo, o se están considerando, cambios más o menos radicales, según los casos, en la formulación, el diseño y la ejecución de la política monetaria. Con frecuencia, estos cambios están ligados a modificaciones en los marcos legales del género de las anteriormente descritas (cuadro número 1).

Aunque esta tendencia no es, en absoluto, universal, en un

CUADRO N.º 1

## CAMBIOS RECIENTES EN LA REGULACIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES

	<i>Fecha</i>	<i>Objetivo final de la política monetaria</i>	<i>¿Revisado en la nueva regulación?</i>	<i>Aumento de la autonomía del banco central</i>
<b>Países de la UME</b>				
Bélgica .....	1993	No explícito	—	si
España .....	1994	Estabilidad de precios	si	si
Finlandia .....	Proyecto			
Francia .....	1993	Estabilidad de precios	si	si
Grecia .....	Proyecto			
Holanda .....	1993	Salvaguardia valor moneda	—	si
Luxemburgo .....	Proyecto			
Portugal .....	Proyecto			
Suecia.....	Proyecto			
<b>Resto del mundo</b>				
Chile .....	1990	Estabilidad interna y externa de la moneda	si	si
Hungría.....	1991	Salvaguardar valor externo e interno de la moneda	si	si
México .....	1993	Estabilidad de precios	si	si
Nueva Zelanda .....	1989	Estabilidad de precios	si	si
República Checa .....	1992	Estabilidad de la moneda	si	si

Fuentes: IME. Informe Anual. 1994. GOODHART y VINALES (1994).

buen número de países los cambios en el esquema de política monetaria han sido sustancialmente coincidentes con los operados en España: de un esquema de política monetaria basado en objetivos intermedios, han pasado al seguimiento directo de los objetivos de inflación.

Los motivos de estos cambios pueden encontrarse en cuestiones tanto institucionales como técnicas. Entre las primeras, puede señalarse que, dado que el objetivo final del banco central es la estabilidad de precios, y que este concepto es susceptible de medida, su seguimiento directo hace más transparente a la política monetaria. Los agentes están en una disposición mucho más inmediata para evaluar el cumplimiento de los objetivos del banco central y las acciones que éste toma. Este reforzamiento de la transparencia, en condiciones adecuadas, puede ser una herramienta para,

a su vez, reforzar la credibilidad del banco central, disminuyendo los costes de reducir la inflación o de mantener ésta dentro de los límites compatibles con la estabilidad de precios.

Otras razones por las cuales se han producido estos cambios atañen a los problemas que han presentado los objetivos intermedios tradicionalmente utilizados por los bancos centrales (agregados monetarios o el tipo de cambio). En cuanto a los primeros, los fenómenos de innovación financiera y la apertura de los mercados financieros domésticos al exterior han tendido a erosionar la estabilidad de las relaciones históricas entre la cantidad de dinero y el gasto nominal, en las que se basa el uso de estas variables.

Por lo que se refiere al tipo de cambio, y también, en parte, como resultado de la internacionalización de los mercados, las

cotizaciones de las divisas han tendido a experimentar oscilaciones muy fuertes, en algunos casos disociadas de los fundamentos, o que magnificaban los cambios registrados en éstos. Bajo estas condiciones, el mantenimiento de paridades precisas frente a las divisas que ejercían la función de ancla se hacía extraordinariamente difícil en muchos países, puesto que los tipos de cambio no respondían en el sentido esperado a los movimientos de los tipos de interés, generando situaciones en las que la política monetaria resultante era insostenible o, en todo caso, inadecuada para una situación económica interna dada.

## 2. La política monetaria española reciente

El caso español no es atípico en modo alguno, en el contexto descrito. En los últimos años, el

Banco de España ha mantenido un esquema mixto de objetivos monetarios que atendía al tipo de cambio y a referencias internas. El objetivo cambiario, desde la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del SME, en 1989, era preciso y público: mantener la peseta dentro de las bandas de fluctuación definidas en cada momento. No debe entenderse, sin embargo, que con anterioridad no se asignase una importancia muy considerable al tipo de cambio; sin embargo, las referencias no eran públicas, y el rigor en su seguimiento era mucho menor.

En cuanto a las referencias internas, hasta 1993 se han seguido fijando objetivos en términos de una banda de crecimiento para un objetivo monetario amplio (ALP). Dicha banda se fijaba en función de un crecimiento previsto del gasto nominal que, a su vez, incorporaba un componente normativo en lo que se refiere a la evolución de los precios. Para este ejercicio de fijación de las bandas, se ha dispuesto en estos años de unas funciones de demanda de ALP, periódicamente revisadas. Dados los comportamientos previstos del crecimiento real, de los precios, de los tipos de interés de los instrumentos incluidos en ALP y de los instrumentos financieros alternativos, estas ecuaciones proporcionaban una referencia básica; a partir de ella, se establecía la banda, teniendo en cuenta los riesgos de desviación de las previsiones antes citadas y un examen de los posibles desplazamientos financieros por cambios de índole fiscal o de otras variables no contempladas en las ecuaciones de demanda.

A partir de la entrada de la peseta en el SME, la jerarquía de los objetivos estaba claramente sentada: en primer lugar, era preciso mantener el tipo de

cambio dentro de los límites (entonces de  $\pm 6$  por 100 con respecto a la paridad central establecida); el margen de maniobra que permitieran estos límites podría utilizarse para el manejo de los tipos de interés de acuerdo con los objetivos internos, de manera que, inevitablemente, el seguimiento de ALP se hacía menos estricto.

A partir de 1992, sin embargo, estas coordenadas comenzaron a experimentar cambios significativos. La crisis del SME afectó a la capacidad del compromiso cambiario para guiar las acciones de política monetaria, puesto que el mantenimiento de este compromiso implicaba, para la mayor parte de los países del Sistema, aceptar una fuerte variabilidad de los tipos de interés y un nivel medio de éstos inadecuado para la situación recesiva de las economías y la moderación registrada en las tasas de inflación. En esta situación de inestabilidad, aumentaban, además, las dificultades para controlar de manera estricta el tipo de cambio. Los mecanismos tradicionales para hacerlo se revelaron insuficientes: las reservas de divisas de los países no alcanzaban para una intervención eficaz, ante la abrumadora magnitud de las operaciones en contra de una determinada divisa en los mercados cambiarios; el efecto estabilizador que tradicionalmente se había asignado a los límites de fluctuación se mostraba mucho más débil, o incluso de signo contrario: se pudieron observar muchos casos de «efecto vértigo», es decir, ocasiones en las que, al aproximarse una divisa a su límite de fluctuación, los ataques especulativos, en lugar de amainar, tomaban un mayor vigor; por consiguiente, el uso del recorrido dentro de las bandas se mostraba ineficaz o contraproducente; por último, se

diluía la relación «ortodoxa» entre los tipos de interés y de cambio: los mercados parecían castigar las alzas de tipos y, por el contrario, premiar las bajadas ante una situación de debilidad de una moneda determinada.

Esta situación afectó a las diversas monedas del mecanismo de cambios en medida distinta; algunas divisas hubieron de abandonar el SME; otras, entre las que se incluye la peseta, se devaluaron. Aunque, posteriormente, la ampliación de las bandas del mecanismo de cambios, en el verano de 1994, contribuyó a estabilizar los mercados cambiarios y, en el período más reciente, se ha observado una aproximación de los tipos de interés a corto plazo en los distintos países y una cierta convergencia de las divisas hacia sus paridades centrales, los acontecimientos del período de crisis pusieron de manifiesto las dificultades para utilizar el tipo de cambio como variable objetivo intermedio sobre la cual guiar, en exclusiva, la política monetaria. Esto es particularmente claro en aquellos países europeos con economías mayores, y menos abiertas, como es el caso de España, los cuales, aun cuando concedan una gran importancia a la estabilidad cambiaria, necesitan algún tipo de referencia interna como guía para la política monetaria.

Esta guía había sido tradicionalmente el agregado monetario ALP. Sin embargo, a partir de 1992 pudieron observarse intensos desplazamientos financieros, de manera que ALP crecía a tasas que no eran satisfactoriamente explicadas por las ecuaciones de demanda en uso. Apparentemente, la estabilidad de la relación entre ALP y el gasto nominal se estaba deteriorando, y ello disminuía considerablemente la fiabilidad de los agre-

gados monetarios como objetivos intermedios de la política monetaria.

Todos estos problemas, percibidos a lo largo de los años 1992 y 1993, confluyeron en la programación monetaria para 1994, en la que, ante la situación de incertidumbre cambiaria y la falta de resultados firmes sobre las perturbaciones que estaban afectando a ALP, se llegó a una solución ecléctica, introduciendo matizaciones significativas en la formulación de los objetivos monetarios, pero sin cambiar ésta de manera radical: se hizo especial hincapié en que la evolución de la inflación habría de ser un factor muy importante para la conducción de la política monetaria, aunque no se cuantificó un objetivo de inflación, y se insistió en la alta prioridad del mantenimiento de la peseta en el SME. Al tiempo, se estableció una banda de fluctuación de ALP más amplia que en períodos anteriores y cuyo papel no era estrictamente el de un objetivo, sino proporcionar una referencia acerca de si las condiciones monetarias eran o no apropiadas para conseguir el avance previsto hacia la estabilidad de precios. Asimismo, y habida cuenta de la inestabilidad reciente de ALP, se señalaban una serie de indicadores complementarios que también se utilizarían para valorar la evolución monetaria: el crédito interno al sector privado, los agregados monetarios más estrechos y la curva de rendimientos (2).

De esta manera, se configuró un esquema relativamente complejo, útil en circunstancias de especial incertidumbre, pero que, también, reflejaba las carencias e indefiniciones de la situación de partida, especialmente manifiestas en cuanto a su transparencia. De cara al futuro, la configuración de un esquema

de referencias monetarias más preciso se hacía inexcusable; principalmente, porque la entrada en vigor de la Ley de Autonomía del Banco de España, entonces esperada para el futuro próximo, exigía un esfuerzo especial de transparencia y rigor que reforzase la credibilidad de la institución que iba a ser legalmente responsable de la política monetaria; por otra parte, era de esperar una clarificación de la naturaleza y la importancia de los problemas que se habían presentado en el período anterior con el tipo de cambio y los agregados monetarios.

## **V. LAS OPCIONES DISPONIBLES PARA LOS OBJETIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA**

En la discusión de la programación monetaria para 1995, que se desarrolló a lo largo del verano y el otoño de 1994, ya en vigor la Ley de Autonomía del Banco de España, se procedió a un examen de las variables que, eventualmente, podían constituir los objetivos monetarios.

### **1. El tipo de cambio**

Un elemento indisoluble de cualquier esquema de política monetaria es la especificación del lugar que ocupe en él el tipo de cambio. En España, como en los restantes países europeos, encaminados hacia un proyecto de unión monetaria con otros países que, en conjunto, son sus principales socios comerciales y financieros, el régimen de la divisa es un aspecto crucial.

De hecho, una opción de política monetaria podría basar ésta en un seguimiento estricto y automático del tipo de cambio, tal y como se practica en algu-

nos países europeos. Sin embargo, y a pesar de la importancia que para la economía española tiene la estabilidad del tipo de cambio con respecto a las divisas del SME, y de la necesidad no cuestionada de asumir los compromisos españoles con la Unión Europea, esta opción extrema hubo de descartarse. Una economía relativamente grande y cerrada —para los patrones europeos—, con rigideces estructurales todavía importantes y niveles de renta real inferiores a la media europea, necesita cierta capacidad de maniobra en el corto plazo para graduar su respuesta a *shocks* que pueden tener sobre ella efectos distintos —y en momentos diferentes— que en otras economías europeas más homogéneas y estrechamente conectadas entre sí.

Estos argumentos habían sido reiteradamente expuestos incluso cuando el mecanismo cambiario mostraba su máxima solidez, la peseta tenía una banda de fluctuación del  $\pm 6$  por 100 y había mostrado una gran estabilidad dentro de ésta; en las circunstancias vigentes en el momento de reformar el esquema de política monetaria, con un SME debilitado y una confianza mucho menor en sus virtudes estabilizadoras, con la posibilidad de fluctuaciones de hasta el  $\pm 15$  por 100 y mayor incertidumbre sobre la dirección en la que evolucionaría el SME, la necesidad de referencias internas para la política monetaria se hacía aún más evidente.

En consecuencia, se reconoció que el esquema de política monetaria debía incorporar la estabilidad del tipo de cambio como un factor crucial, pero no exclusivo, para asegurar la estabilidad nominal de la economía. La perspectiva temporal sobre la que se debería mantener esta estabilidad no sería el corto pla-

zo, y las referencias cuantitativas proporcionadas deberían de limitarse a las bandas entonces en vigor del  $\pm 15$  por 100. Dentro de este margen, una cierta variabilidad, o desviaciones no permanentes, del tipo de cambio no deberían dar lugar a reacciones sistemáticas de la política monetaria, en la medida en la que no pusieran en peligro la estabilidad de precios. Bajo estas premisas, el tipo de cambio podía ser incorporado a un esquema de política monetaria que incluyese variables internas de referencia.

## **2. Las referencias internas**

Para el establecimiento de referencias internas para la política monetaria, la primera opción que se investigó fue la posibilidad de recomponer un esquema basado en la utilización de agregados monetarios como objetivos intermedios. Ello exigía solucionar la cuestión de la estabilidad de la demanda de ALP con el gasto nominal. Los resultados obtenidos en este campo mostraron (Vega, 1994) que, a partir de 1989, se producía un cambio estructural en la función de demanda de dinero que afectaba a sus propiedades de largo plazo. Apparentemente, el factor principal detrás de esta quiebra era la apertura exterior de la economía y el sistema financiero.

Efectivamente, incluyendo los tipos de interés exteriores en la ecuación de demanda, fue posible reconstruir unas relaciones estadísticamente satisfactorias entre ALP y el gasto nominal. La nueva ecuación de demanda mostraba, además, otros cambios menores, con respecto a la dinámica de los tipos de interés propios y alternativos de ALP, que podían reflejar los resulta-

dos del aumento de la competencia y la liberalización del sistema financiero español (gráfico 1).

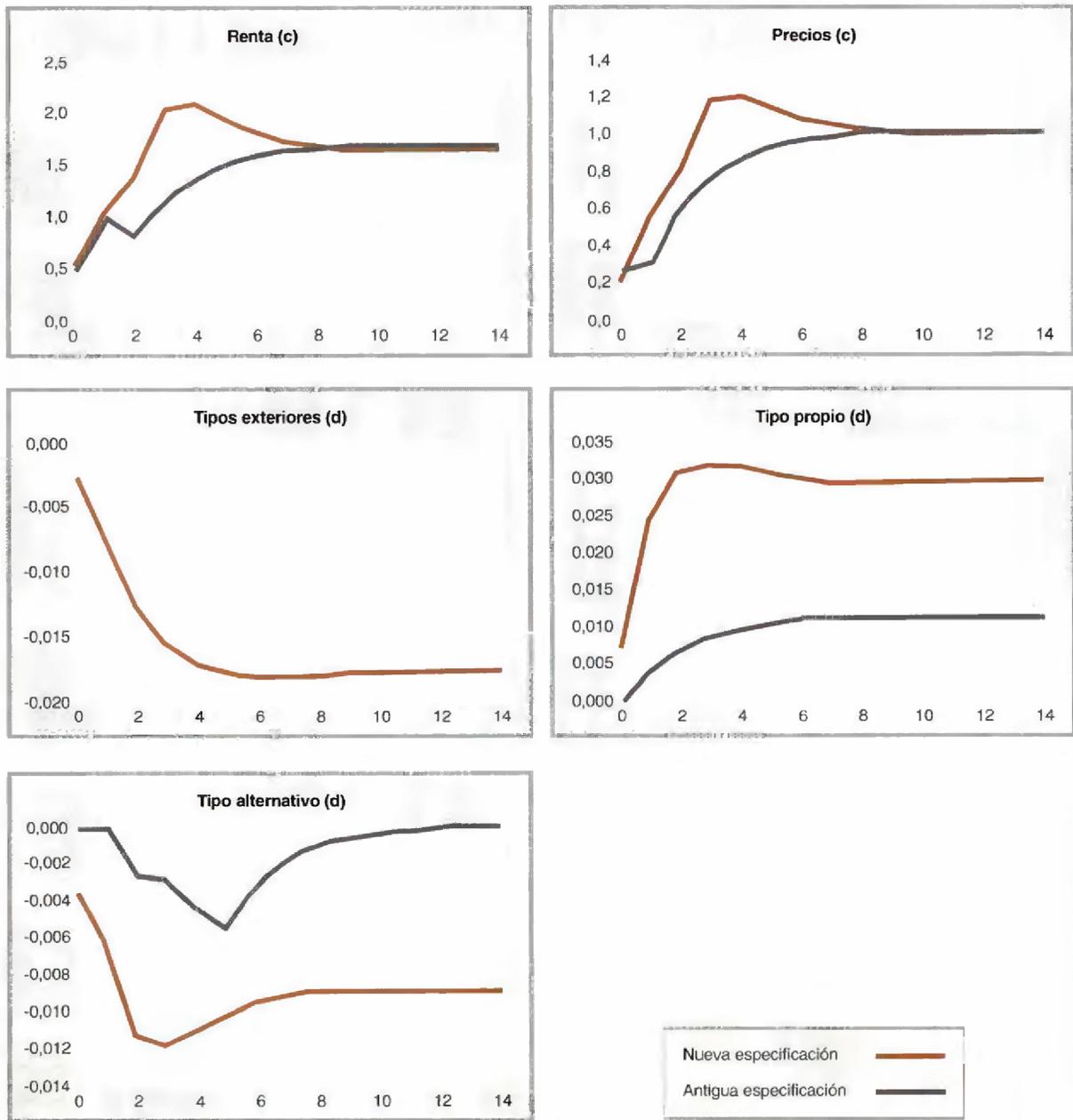
Con todo, la opción de utilizar un agregado monetario como objetivo intermedio fue descartada, principalmente porque existían fuertes dudas acerca de la estabilidad y solidez futuras de las relaciones empíricas observadas; no existía ninguna garantía de que el proceso de cambio estructural estuviera culminado. Además, tras la erosión de la credibilidad de los agregados monetarios como objetivos intermedios de la política monetaria en los años anteriores, plagados de desplazamientos y ajustes financieros, resultaba difícil sustentar sobre ellos la reputación y la transparencia de un esquema de política monetaria. Sin embargo, y a la vista de las propiedades adecuadas que la demanda de ALP mostraba, y bajo comprobaciones regulares, los agregados monetarios mostraban su utilidad, dentro de un esquema más amplio, para evaluar la adecuación de la política monetaria y como piezas significativas para la explicación de las acciones de política monetaria.

Otras variables, cuyo uso como objetivos intermedios (los agregados crediticios, el PIB nominal, o los tipos de interés reales) ha sido sugerido en la literatura teórica, o considerado por otros países, planteaban diversos problemas muy serios que aconsejaron su descarte; de esta manera, la opción más sólida fue el seguimiento directo de la inflación. Esta estrategia ya fue examinada en los años setenta, cuando la mayor parte de los países establecieron objetivos de crecimiento de agregados monetarios, y desechada por dos motivos básicos: el primero es que el banco central tiene, a corto plazo, o incluso a

medio plazo, una capacidad de control limitada sobre la inflación. Además, y aunque a largo plazo puede establecerse una relación entre los tipos de interés y la inflación, se ignora con qué retardos y con qué intensidad las acciones de la política monetaria inciden sobre los precios.

Estos problemas no han desaparecido en los últimos veinte años. Sin embargo, un buen número de países han adoptado recientemente esquemas de política monetaria basados en el seguimiento directo de la inflación, por varios motivos básicos: primero, por la falta de una variable intermedia de características adecuadas; segundo, porque la percepción generalizada en las sociedades de las ventajas de la estabilidad de precios, y la mayor independencia de los bancos centrales, reducen las posibilidades de que un marco más discrecional, como el que supone el seguimiento directo de la inflación, lleve a un relajamiento indebido de la política monetaria; la tercera razón es el progreso significativo de las técnicas para el análisis y la previsión de los precios, en buena medida, a través de indicadores financieros distintos de los agregados monetarios; finalmente, el mecanismo de transmisión de los tipos de interés oficiales a las decisiones de gasto es ahora mejor conocido y, en términos generales, más fuerte: la apertura comercial y la liberalización de los movimientos de capitales han reforzado el canal del tipo de cambio, al tiempo que la transmisión a los agentes que toman decisiones de gasto y ahorro de los movimientos de los tipos de interés «oficiales» se ha hecho más intensa y rápida, como resultado del aumento de la competencia en los mercados financieros (esquema 1).

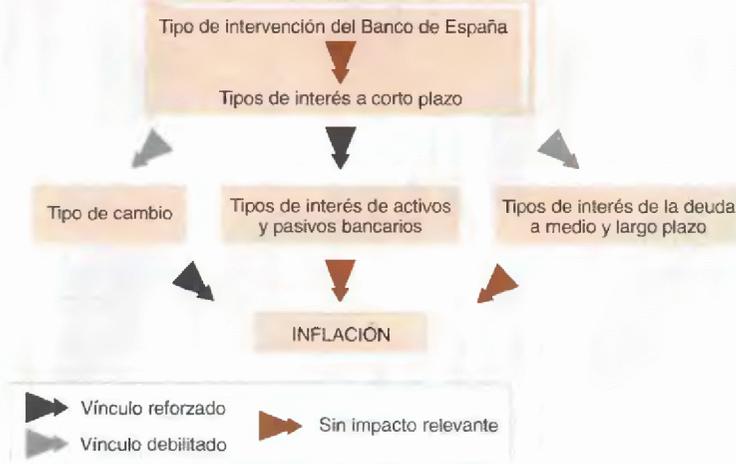
**GRÁFICO 1**  
**FUNCIÓN DE RESPUESTA ACUMULADA (a)**  
**DEMANDA DE ALP (b)**



- a) El período temporal de referencia es trimestral.  
 b) Incluye pagarés de empresa y deuda especial, para evitar las rupturas de la serie debidas a la restricción crediticia en 1989 y 1990, y al proceso de regularización fiscal de finales de 1991 y comienzos de 1992.  
 c) Elasticidades.  
 d) Semielasticidades.

Fuente: Banco de España.

**ESQUEMA 1  
EFECTOS DE LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA SOBRE LOS  
MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA**



Fuente: Tomado de Alejano, A., y Peñalosa, J.M. (1995).

monetarios o inmediatos —de los objetivos cambiarios—, los objetivos de inflación se definen normalmente en un horizonte de dos ó más años.

c) La definición precisa de los objetivos últimos, expresada en una tasa o banda de inflación, y su anuncio público.

Nótese que, al definirse objetivos a medio y largo plazo, quedan relativamente más indeterminadas las cuestiones relativas a las reacciones de las autoridades en el corto plazo. Ello genera un cierto aumento de la discrecionalidad de las autoridades monetarias en el corto plazo, lo que exige, si efectivamente se trata de reforzar la credibilidad y la transparencia de la política monetaria frente a una situación anterior, la aplicación de una serie de normas y cautelas específicas. Entre éstas, pueden incluirse cambios en el contexto legal e institucional de la política monetaria, del género de los operados en España, tendentes a reforzar la independencia del banco central, su compromiso con la estabilidad de precios y su responsabilidad ante el público. Además, y sin este rango legal, la autoridad monetaria suele comprometerse a:

– Un anuncio explícito sobre qué medida de la inflación se escoge como objetivo y cuál será el ámbito temporal del objetivo. Si éste pretende alcanzarse a medio plazo, a menudo se anuncia algún tipo de referencia sobre el curso deseable de la inflación en el lapso temporal previsto hasta alcanzar el objetivo.

– Una definición y anuncio de los indicadores que se pretende utilizar para evaluar el curso previsto de la inflación.

– Un compromiso explícito de que la política monetaria reaccionará ante desviaciones de la

**VI. EL SEGUIMIENTO DE OBJETIVOS DIRECTOS DE INFLACIÓN. LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL**

Como resultado de consideraciones de orden sustancialmente similar, en los últimos años, un cierto número de países —entre los que pueden señalarse, en Europa, el Reino Unido, Suecia y Finlandia, y en otras áreas, Canadá y Nueva Zelanda, por ejemplo—, han optado por la supresión de los objetivos intermedios y por la fijación y seguimiento directo de los objetivos últimos (precios) (cuadro n.º 2). Con distintas peculiaridades nacionales, todas estas estrategias tienen una serie de elementos comunes que a continuación se comentan.

**1. Los propósitos**

Concretar el compromiso con la estabilidad de precios que el

banco central asume (por ley, o de manera implícita), dándole mayor credibilidad, lo que puede ayudar a aumentar la velocidad de ajuste de las expectativas y, por consiguiente, a reducir los costes de la desinflación. Al propio tiempo, se proporciona a los agentes una indicación de medio plazo, ayudando a evitar reacciones erróneas ante *shocks* transitorios sobre el nivel de precios.

**2. Los principios generales**

Entre los principios generales que diferencian estas estrategias de las convencionales, basadas en objetivos intermedios, pueden destacarse los siguientes:

a) El carácter explícitamente prioritario de la estabilidad de precios.

b) El horizonte de medio-largo plazo de los objetivos. Frente a los objetivos —normalmente anuales— de los agregados

CUADRO N.º 2

PAISES CON OBJETIVOS DIRECTOS DE INFLACIÓN

	ASPECTOS TÉCNICOS				
	<i>Nueva Zelanda</i>	<i>Canadá</i>	<i>Reino Unido</i>	<i>Suecia</i>	<i>Finlandia</i>
FECHA DEL PRIMER ANUNCIO DE OBJETIVOS DE INFLACIÓN Y CALENDARIO DE CUMPLIMIENTO	Marzo 1990.  Diciembre de 1992: 0%-2% (en DIC'90, el objetivo se traslada a DIC'93). En adelante: mismo rango.	Febrero 1981.  • Finales de 1992: 2%-4%. • Mediados de 1994: 1,5%-3,5%. • Finales de 1995: 1%-3%. Hasta 1998: mismo rango.	Octubre 1992.  1996-1997, en el fin de la presente legislatura: 1%-4% (Intención de situarse en la mitad inferior del rango).	Enero 1993.  A partir de 1995: 1%-3%.	Febrero 1993.  1995: alrededor del 2%.
ÍNDICE DE PRECIOS OBJETIVO	Índice de precios de consumo.	Índice de precios de consumo.	Índice de precios de consumo excluyendo costes hipotecarios.	Índice de precios de consumo.	Índice de precios de consumo, excluyendo los costes hipotecarios, el precio de la vivienda, impuestos indirectos y los subsidios.
ÍNDICES OPERATIVOS INTERIVOS	IPC, excluyendo los precios del petróleo, los costes crediticios y los impuestos indirectos.	IPC, excluyendo los precios de los alimentos y de la energía.	IPC, excluyendo los costes hipotecarios, los impuestos indirectos y las tasas de las autoridades locales.	IPC, excluyendo los impuestos indirectos y los subsidios.	IPC, excluyendo los impuestos indirectos y los subsidios.
DESVIACIONES RESPECTO AL OBJETIVO ADMITIDAS. Perturbaciones que, cuando son de entidad significativa y, según se determina a priori, justifican las desviaciones.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Modificaciones del IVA y de otros impuestos.</li> <li>• Cambios, vía tipos de interés, en los costes hipotecarios.</li> <li>• Cambios en la relación real de intercambio.</li> <li>• Desastres naturales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cambios en impuestos indirectos.</li> <li>• Cambios —por variaciones en el precio del petróleo— en la relación real de intercambio y desastres naturales pueden justificar, incluso, una modificación del objetivo.</li> </ul>	No se determinan a priori.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cambios en impuestos indirectos y subsidios.</li> <li>• Cambios bruscos e intensos en la relación real de intercambio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Las perturbaciones que en otros países suelen justificar las desviaciones no afectan al índice objetivo, por su propia definición.</li> </ul>
ASPECTOS INSTITUCIONALES					
Banco central OBJETIVO ESTATUTARIO	Estabilidad de precios.	Regular crédito y dinero, proteger el valor externo de la moneda y mitigar fluctuaciones en empleo, producción y precios.	Sin referencias explícitas.	Sin referencias explícitas.	Mantener un sistema monetario seguro y estable, y facilitar la circulación del dinero.
AUTONOMÍA	Independencia formal, sujeta al cumplimiento de los objetivos de inflación; el Gobierno mantiene ciertas prerrogativas. Dependencia económica del Gobierno.	Independencia efectiva, no estatutaria, sujeta a ciertas prerrogativas del Ministro de Finanzas.	Subordinación al Ministerio de Finanzas.	Independencia estatutaria y subordinación al Parlamento.	Independencia legal y económica del gobierno. Subordinación al Parlamento.
Reparto de funciones entre las instituciones POLÍTICA CAMBIARIA:	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gobierno.</li> <li>• Banco central y gobierno.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gobierno.</li> <li>• Banco central, agente y asesor del Ministro de Finanzas.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gobierno, tras consulta con banco central.</li> <li>• Banco central.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Banco central, tras consulta con gobierno.</li> <li>• Banco central.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gobierno, sobre propuesta del banco central.</li> <li>• Banco central.</li> </ul>
• Ejecución					
POLÍTICA MONETARIA	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gobierno: determinación de objetivos (en discusión con el Gobernador del banco central).</li> <li>• Ministro de Finanzas: capacidad para dictar instrucciones al Gobernador (válidas por un año).</li> <li>• Banco central: instrumentación.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Banco central: Gobernador responsable último de la política monetaria.</li> <li>• Ministro de Finanzas: capacidad para dictar instrucciones al Gobernador (por escrito). No utilizada.</li> <li>• Banco central: instrumentación.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gobierno: determinación de objetivo de inflación y bandas de referencia de agregados monetarios.</li> <li>• Gobierno y banco central: tipos de interés oficiales.</li> <li>• Ministro de Finanzas: capacidad para dictar instrucciones al Gobernador, excepcionalmente.</li> <li>• Banco central: instrumentación, dentro de las líneas acordadas con el gobierno.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Banco central: formulación (tras consulta con el Gobierno) e instrumentación.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Banco central:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– Consejo: determinación de objetivos de inflación y bandas de referencia de agregados monetarios.</li> <li>– Consejo Supervisor Parlamentario: tipos de interés oficiales.</li> </ul> </li> </ul>
SUPERVISIÓN BANCARIA	Banco central.	Agencia independiente.	Banco central.	Agencia independiente.	Agencia independiente.

Fuente: Melcón, C. (1994).

inflación en relación a los objetivos establecidos y en qué circunstancias podrían producirse desviaciones que no dieran lugar a acciones correctoras (por ejemplo, cambios en la imposición indirecta, desastres naturales, etcétera).

– Unos mecanismos claros y transparentes para el anuncio de los objetivos que hagan suficientemente explícitos todos los aspectos anteriores.

– Unos canales estables, de periodicidad conocida, a través de los cuales el banco central hace pública su evaluación de la situación inflacionista y explica las acciones de política monetaria.

– Un mecanismo inmediato de comunicación de las acciones de política monetaria (variaciones de los tipos de interés) y de las razones que las han motivado.

## VII. LA NUEVA ESTRATEGIA MONETARIA ESPAÑOLA

En este apartado, se explica el nuevo esquema de política monetaria en función de los criterios anteriormente expresados, y se argumentan las opciones tomadas (esquema 2).

### 1. El objetivo de inflación

La Ley de Autonomía del Banco de España establece que «el Banco de España definirá y ejecutará la política monetaria con la finalidad primordial de lograr la estabilidad de precios». Este objetivo se expresó en la intención de situar de manera gradual y estable la tasa de inflación, medida por el índice de precios al consumo, por debajo del 3 por 100 a lo largo de 1997.

• De esta manera, el objetivo se define *en el medio plazo* (tres años desde su anuncio), que se entiende suficiente para que las acciones de la política monetaria se transmitan a las decisiones de los agentes y tengan el efecto deseado. Los retardos habitualmente estimados para la plena efectividad de las medidas de política monetaria suelen establecerse en el rango de 18-24 meses. En otros países, los plazos del objetivo alcanzan desde dos hasta cinco años.

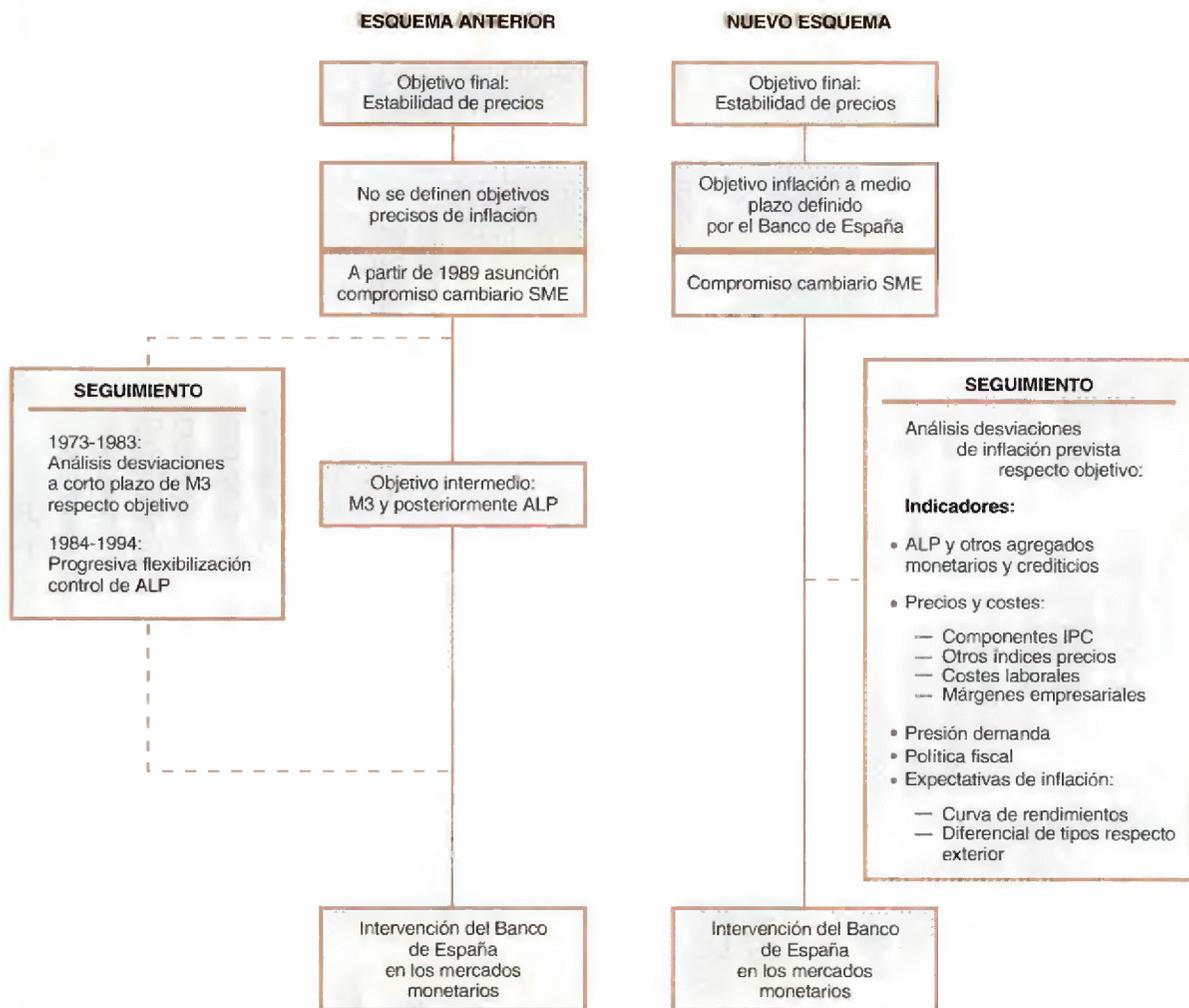
• El objetivo se *cuantifica* como una tasa de crecimiento de los precios por debajo del 3 por 100. De esta forma, es similar al de Canadá (1-3 por 100), Suecia (1-3 por 100), Finlandia (alrededor del 2 por 100), algo más estricto que el del Reino Unido (1-4 por 100), aunque en este último país se plantea mantener la inflación en la parte inferior de la banda (lo que haría un límite del 2,5 por 100). Solo resulta claramente menos ambicioso que en Nueva Zelanda (0-2 por 100). En esta cuantificación del objetivo español, se valoraron dos factores principales: la necesidad de imponer un objetivo riguroso y exigente, pero, al propio tiempo, alcanzable, en un momento en el que, al contrario que en el resto de los países citados cuando establecieron sus objetivos, se manifestaban los efectos de una recuperación cíclica que dificultaba el alcanzar rápidos resultados. Por otra parte, se tuvo en cuenta la necesidad de cumplir los criterios del Tratado de Maastricht. Aunque la tasa de inflación máxima requerida para acceder a la tercera fase de la UME no es conocida, se juzgó que si la inflación española se situaba por debajo del 3 por 100, casi con toda probabilidad se cumpliría el requisito de que no fuera superior en 1,5 puntos a la de los tres países mejores.

• El objetivo se define en *términos del IPC*. Al contrario que en otros países (Reino Unido o Finlandia), no se define de acuerdo con un índice que excluya determinados componentes —por ejemplo, los tipos hipotecarios, los impuestos indirectos, etc.—, ni se plantean explícitamente —como es el caso de todos los países citados, menos el Reino Unido— qué factores pueden justificar desviaciones.

Esta opción está, sin embargo, justificada por la mayor simplicidad de la que se dota al objetivo y la mayor transparencia, puesto que éste se fija sobre una medida de la inflación que es ampliamente conocida y observada por la opinión pública, y que afecta a una gran cantidad de contratos y acuerdos.

Con todo, los factores ajenos a la política monetaria asociados a las decisiones de otras autoridades eran, en el caso español, particularmente importantes en lo que se refiere a los impuestos indirectos. En el momento del diseño del esquema de política monetaria, estaba prevista un alza de un punto en el IVA y de otros impuestos especiales. Sin embargo, se juzgó que eso no debería afectar al objetivo de inflación a medio plazo, aunque sí a las perspectivas inmediatas de crecimiento del IPC. Por ello, se tuvieron en cuenta a la hora de proporcionar *una referencia sobre la evolución de los precios a más corto plazo*. Dado que se esperaba que el efecto sobre el IPC del alza impositiva a primeros de 1995 fuera absorbido por la tasa interanual a principios de 1996, dicha referencia (no objetivo) se fijó para los primeros meses de 1996, salvando, por consiguiente, la distorsión que suponía este factor, y se formuló en términos de

**ESQUEMA 2  
EL NUEVO ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA**



Fuente: Informe Anual 1994, Banco de España.

una banda entre el 3,5 y el 4 por 100.

Esquemas de sendas o referencias puntuales sobre los precios —con distintos grados de rigor y/o publicidad— han sido de uso común en estos países, con la notable excepción del Reino Unido, donde la banda objetivo es más amplia.

**2. El marco técnico.  
Los indicadores de política monetaria**

Anteriormente, ya se ha argumentado por qué el nuevo esquema de política monetaria concede una extraordinaria relevancia a la estabilidad del tipo de cambio, dentro de los compromisos adquiridos en el

mecanismo de cambios del sistema monetario europeo.

En las circunstancias vigentes, la referencia cambiaria es la proporcionada por las actuales bandas de fluctuación (del  $\pm 15$  por 100). Dentro de estas bandas, la estabilidad cambiaria no se entiende como una guía rígida de las actuaciones de la política monetaria, sino como el

resultado de un conjunto coherente de políticas, orientado hacia la convergencia con las economías más estables de Europa. No serán, por tanto, las fluctuaciones transitorias del tipo de cambio, sino la evaluación de las tendencias más permanentes de la cotización de la peseta, las que contribuyan a configurar las decisiones de política monetaria.

En este aspecto, la experiencia española difiere de las de los otros países con objetivos directos de inflación, puesto que suelen seguir un régimen de flotación más o menos controlada. Sin embargo, esta diferencia es menor de lo que aparenta: en Suecia, Finlandia, e incluso el Reino Unido, el margen de libertad de las autoridades monetarias está muy condicionado por la evolución del marco alemán; en cuanto a Canadá, su vinculación con la economía norteamericana implica que su política monetaria está estrechamente determinada por la cotización de su divisa frente al dólar USA.

Aparte del tipo de cambio, con sus elementos peculiares, la evaluación de las tendencias inflacionistas depende, en todos estos países, de un conjunto relativamente complejo de indicadores. En algunos casos (el Reino Unido), esta información se sintetiza en forma de una predicción de la inflación, que se hace pública, y que, en la práctica, se convierte en una especie de objetivo intermedio en función del cual se orienta la política monetaria. En otros casos, como España, estas previsiones existen, pero no se hacen públicas como tales, fundamentalmente a causa de incertidumbre y el margen de error que contienen, por lo que pueden inducir reacciones erróneas en los mercados. En estos casos, es preciso delimitar con bastante precisión y hacer muy explícitos cuáles son los

indicadores que la autoridad monetaria considera relevantes para el análisis de la inflación y de su posible evolución futura.

Este conjunto de indicadores es, en general, bastante coincidente, aunque varía en función de características nacionales específicas. Comprende, desde luego, todas aquellas medidas de precios y costes importantes. En el caso español, estas son: los distintos componentes del IPC, otros índices de precios —los precios industriales, los percibidos por los agricultores, los índices de valor unitario del comercio exterior, etc.—, medidas relevantes de costes, como los salarios y los costes unitarios del trabajo, los márgenes empresariales, así como otros indicadores de la presión de demanda y de la evolución de la política fiscal.

Además de estos indicadores de carácter real, se utilizan otros de naturaleza financiera. En el caso español, merecen una mención especial los agregados monetarios y crediticios. Estas variables han desempeñado, tradicionalmente, un papel muy importante en la estrategia de la política monetaria. Ya se han argumentado las razones por las que se juzgó conveniente interrumpir la práctica de fijar objetivos intermedios en términos de ALP, y las que avalan su utilización como un indicador fiable de las condiciones monetarias y de las tendencias futuras del gasto nominal y de los precios.

De esta manera, ALP conserva, en el nuevo esquema de política monetaria, un carácter de indicador privilegiado para el que se proporciona una referencia: una tasa de crecimiento inferior al 8 por 100 a medio plazo sería coherente con el objetivo final de situar la inflación por debajo del 3 por 100. Aun cuando, a corto

plazo, crecimientos elevados de ALP no tienen por qué señalar un comportamiento peligroso del gasto y de la inflación, la falta de convergencia hacia dicha tasa, a lo largo de un período prolongado, sería motivo de gran atención para establecer un diagnóstico de las tendencias de la inflación. Esta información habría de complementarse con la proporcionada por otros agregados monetarios más estrechos (M1, M2 y M3) que ilustren sobre la posible existencia e intensidad de desplazamientos financieros que afecten a ALP, así como con el análisis de los factores que impulsan el crecimiento de la liquidez por el lado de la oferta (las contrapartidas de ALP: crédito interno al sector privado y al sector público, y activos netos exteriores).

Junto con los agregados monetarios y crediticios, se utilizan otras variables financieras que pueden informar sobre las expectativas de los agentes acerca de la inflación y/o del tipo de cambio: en la presentación pública de los objetivos monetarios españoles, se señalan específicamente los diferenciales de tipos de interés con otros países y la configuración de la curva de rendimientos.

### **3. El marco institucional. Transparencia y credibilidad**

Como se ha señalado anteriormente, las estrategias de seguimiento directo de los precios implican un cierto mayor margen de discrecionalidad y, por tanto, de incertidumbre de los agentes acerca del curso de la política monetaria a corto plazo. Es normal que, en estas condiciones, se incrementen las obligaciones de información de las autoridades monetarias a los

representantes democráticos y/o a la opinión pública en general. En ocasiones, esta tendencia se plasma en normas legales. En otros casos, se trata de iniciativas tomadas por el propio banco central.

En el caso español, estos mecanismos son asimilables a los de otros países; buena parte de ellos están previstos en la Ley de Autonomía del Banco de España. Así, se establece que «al menos anualmente, y siempre que se produzcan cambios significativos, el Banco de España hará públicos los objetivos generales de la política monetaria que establezca y los procedimientos de instrumentación previstos». «El Banco de España dará cuenta regularmente a las Cortes Generales y al Gobierno de los objetivos y ejecución de la política monetaria»... «A tal efecto, el Gobernador podrá ser convocado... a cualesquiera de las Comisiones del Congreso o del Senado o mixtas de ambas Cámaras...».

Junto con estas disposiciones legales, de acuerdo con las cuales el Gobernador ya compareció ante la Comisión de Economía del Congreso para explicar los objetivos monetarios para 1995, el Banco de España mantiene otros canales de comunicación:

– En el *Boletín Económico*, se publica anualmente la formulación de los objetivos de la política monetaria.

– Los sucesivos informes trimestrales de la economía española, también publicados en el *Boletín Económico*, y las notas monetarias mensuales, en el mismo *Boletín*, son un vehículo importante de transmisión de información y opiniones.

– Como novedad estrechamente asociada al cambio de

esquema de política monetaria, el Banco de España publica, con carácter semestral, un informe específico sobre la evolución y perspectivas de la inflación, que contiene, asimismo, una argumentación acerca de las acciones de política monetaria en relación con el cumplimiento de los objetivos. La publicación de informes similares es una práctica común entre los países que siguen objetivos directos de inflación.

### VIII. LA POLÍTICA MONETARIA EN 1995: UN BREVE BALANCE

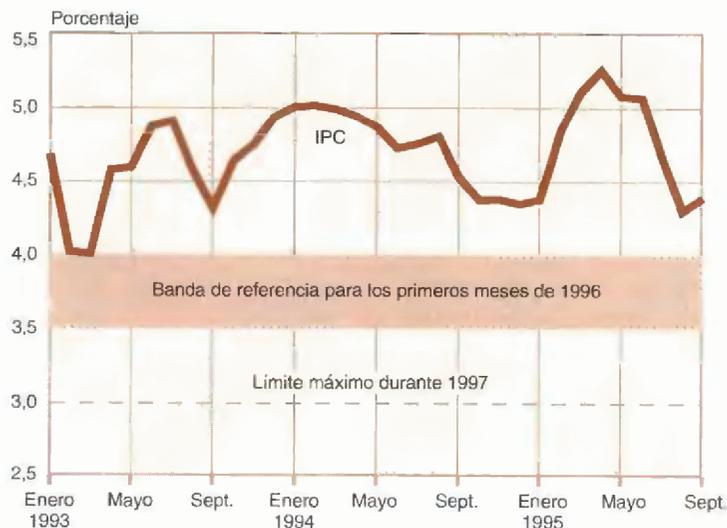
Es, ciertamente, muy pronto para una evaluación del nuevo esquema de política monetaria, que solamente se podrá hacer en una perspectiva de medio plazo, valorando su contribución a la estabilidad de precios; por otra parte, no siempre es fácil distinguir esta contribución de la de otras políticas económicas, o del impacto de *shocks* de origen externo.

Sin embargo, sí pueden extraerse ciertas impresiones de lo ocurrido en los meses transcurridos en 1995. En primer lugar, debe señalarse que el objetivo de inflación anunciado es un objetivo exigente, como corresponde a la necesidad de dirigir la economía española hacia una senda de estabilidad y, a ser posible, de manera que nuestro país esté en condiciones de cumplir con los criterios establecidos en el Tratado de Maastricht. Por otra parte, el nuevo esquema de política monetaria se ha puesto en marcha en un momento particularmente difícil. Contrariamente a lo acontecido en otros países que adoptaron esquemas similares con anterioridad, en España se hizo en un período de recuperación cíclica,

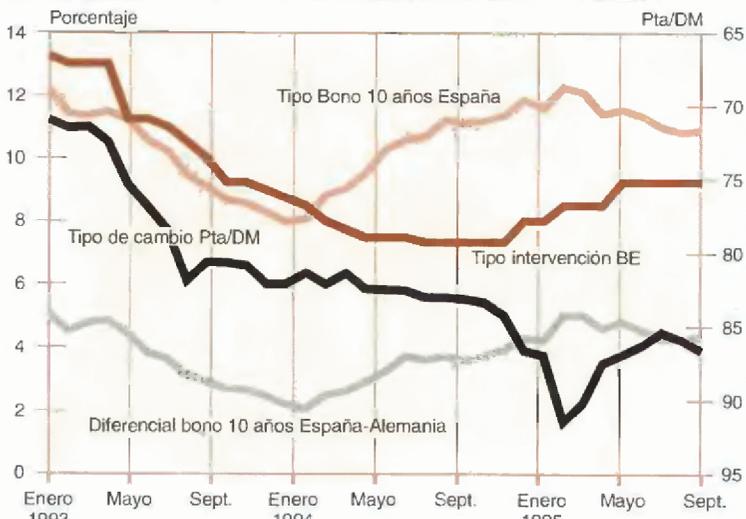
lo que hace más difícil la obtención de resultados inmediatos que tengan un efecto favorable sobre las expectativas de inflación y aumenten la eficacia de las medidas futuras de política monetaria.

Existían, además, en el momento de iniciar la aplicación del nuevo esquema de política monetaria, otra serie de factores que añadían incertidumbre a las posibilidades de la economía española de converger hacia las economías más estables de Europa: la depreciación de la peseta en los años inmediatamente anteriores, y la persistencia —a pesar de la ampliación de las bandas del SME— de una variabilidad notoria en los mercados cambiarios, con intensas fluctuaciones de la cotización de las principales divisas y episodios frecuentes de inestabilidad dentro del SME. Además, la subida de los impuestos indirectos, a comienzos de 1995, introducía dudas sobre la evolución más inmediata de los precios y podía hacer temer la realimentación de tensiones inflacionistas. En términos más amplios, se planteaban problemas de orden político que introducían temores acerca de la orientación futura de otras políticas económicas, y en particular de la política fiscal, cruciales para la evolución de los precios. Todo ello generaba grados elevados de confusión y tendía a distorsionar el funcionamiento de los mercados, afectando a la evolución de los tipos de interés y de cambio, y dificultando la extracción de conclusiones acerca del impacto de las medidas de política monetaria. Finalmente, los agentes han tenido que adaptarse a un nuevo contexto —institucional y técnico— de la política monetaria. Este aprendizaje, lógicamente, no ha sido instantáneo.

**GRÁFICO 2  
INFLACIÓN INTERANUAL, OBJETIVOS Y REFERENCIA**



**GRÁFICO 3  
TIPOS DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO DE LA PESETA**



Nota: La escala de la derecha hace referencia al tipo de cambio. La escala de la izquierda hace referencia al tipo de interés.

Las dificultades del entorno general fueron particularmente manifiestas en los primeros meses del año (gráfico 2). La subida de los tipos de intervención, en el mes de enero, desde el

7,35 hasta el 8 por 100 tenía por objeto principal evitar que el alza de los impuestos indirectos se transmitiera a los costes y, por consiguiente, a la inflación futura en un contexto de recuperación

de la actividad económica (véase *Informe de inflación*, marzo de 1995). Sin embargo, en un momento de inestabilidad cambiaria en el SME y de debilitamiento de la peseta, fue, erróneamente, interpretada como un movimiento defensivo a corto plazo del tipo de cambio, condujo a un debilitamiento adicional de nuestra divisa y no tuvo efectos positivos sobre las expectativas: los tipos de interés a largo plazo se mantuvieron muy altos. La confluencia de todos los problemas antes señalados llevó, finalmente, a una devaluación de la peseta, a comienzos de marzo, que fue seguida inmediatamente por una nueva elevación, esta vez de medio punto, de los tipos de interés oficiales. La consideración básica que llevó a esta subida fue la de prevenir que una cotización más depreciada de la peseta, como la que parecía consolidarse tras la devaluación, incrementara las tensiones de precios. En esta ocasión, la reacción de los mercados fue mejor, a pesar de la persistencia de factores de incertidumbre internacionales de orden extraeconómico: la peseta se mostró más estable, y los tipos de interés a largo plazo, con ciertas oscilaciones, registraron un moderado descenso.

A lo largo del segundo trimestre del año, pudo, sin embargo, observarse un deterioro de los indicadores de inflación que condujo, en julio, a una nueva elevación de los tipos oficiales, esta vez de 0,75 puntos. Después de esta acción, se registró un fortalecimiento notable de la peseta y una tendencia significativa al descenso de los tipos de interés a largo. Esta evolución, en un contexto de persistencia de los problemas políticos, fue, sin duda, favorecida por los acontecimientos internacionales (mayor fortaleza del dólar, tendencia a la

baja de los tipos en Alemania), pero también reflejaba que los agentes habían asimilado los mecanismos de acción de la política monetaria y mejorado sus perspectivas sobre la inflación en nuestro país.

Aunque la situación cambiaría internacional sigue siendo inestable, y en la segunda mitad de septiembre y el mes de octubre se ha producido un nuevo episodio de fortalecimiento del marco frente al dólar y a las restantes divisas del SME, y de ampliación de los diferenciales de tipos de interés con respecto a Alemania, la peseta y los mercados españoles han acusado el impacto en mucha menor medida que otras divisas y mercados europeos y se han recuperado notablemente desde entonces.

De todo ello cabe deducir que, a partir de los meses del verano de 1995, parece consolidarse el entendimiento, por parte de los agentes, del carácter preventivo de las tensiones inflacionistas del endurecimiento de la política monetaria española en los meses transcurridos de 1995. Al propio tiempo, el fortalecimiento relativo de la peseta puede contribuir a una disminución de las tensiones inflacionistas en el futuro inmediato, contribuyendo a reforzar los efectos favorables sobre las expectativas de inflación de las alzas operadas en los tipos de interés de intervención y de la mejora que ya se ha apreciado en la evolución del IPC desde el mes de julio (gráfico 3). En conjunto, todo ello contribuiría a disminuir los costes de la desinflación de la economía española y a aumentar las probabi-

lidades de que este proceso se lleve a buen término en los términos y los plazos fijados en los objetivos monetarios del Banco de España (véase *Informe de inflación*, septiembre de 1995).

No obstante, ni las reformas legales operadas en el pasado reciente ni los cambios en el esquema de política monetaria pueden garantizar el cumplimiento de estos objetivos y el mantenimiento futuro de la estabilidad de precios. Como señaló el Gobernador del Banco de España en su presentación a las Cortes de los objetivos de la política monetaria para 1995 (Banco de España, 1994c), «para que un banco central autónomo tenga éxito en esa tarea es necesario que la sociedad le respalde desde el convencimiento de que la inflación no resuelve problemas, sino que los agrava»... «para que el respaldo nacido de esa convicción sea eficaz, es preciso que se exprese en el comportamiento de los agentes económicos privados y públicos, cuyas decisiones afectan, contribuyen o dañan al objetivo de estabilidad».

#### NOTAS

(1) Véase, por ejemplo, BARRO y GORDON (1983), ROGOFF (1985), ALESINA (1989) y CUKIERMAN (1992), entre otros.

(2) Véase «La política monetaria en 1994», *Boletín Económico*. Banco de España, diciembre 1993.

#### BIBLIOGRAFÍA

- ALESINA, A. (1989), «Politics and business cycles in industrial democracies», *Economic Policy*, vol. 8, Primavera.
- ALEJANO, A., y PENALOSA, J. M. (1995), «La integración financiera de la economía española: efectos sobre los mercados

financieros y la política monetaria», Banco de España, *Documento de Trabajo* 9525.

BANK OF CANADA (1991), «Targets for reducing inflation», *Bank of Canada Review*, marzo.

BANK OF ENGLAND, *Inflation Report*, varios números (bimensual).

BANCO DE ESPAÑA (1993a), *Informe anual*.

– (1993b), «La política monetaria en 1994», *Boletín Económico*, diciembre.

– (1994a), *Informe anual*.

– (1994b), «Objetivos e instrumentación de la política monetaria en 1995», *Boletín Económico*, diciembre.

– (1994c), «Presentación por el Gobernador del Banco de España, ante la Comisión de Economía del Congreso, de los objetivos de la política monetaria para 1995», *Boletín Económico*, diciembre.

– (1995a), *Informe de inflación*, marzo.

– (1995b), *Informe de inflación*, septiembre.

BARRO, R. J., y GORDON, D. (1983), «Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy», *Journal of Political Economics*, 12.

CUKIERMAN, A. (1992), *Central bank strategy, credibility and independence: Theory and evidence*, MIT Press, Cambridge, Mass.

GOODHART, C., y VIÑALS, J. (1994), «Strategy and tactics of monetary policy. Examples from Europe and the antipodes», Banco de España, *Documento de Trabajo* 9425.

INSTITUTO MONETARIO EUROPEO (1995), *Informe anual 1994*, abril.

LLOYD, M. (1992), «The New Zealand approach to the central bank autonomy», *RB Bulletin*, vol. 55, n.º 3, Reserve Bank of New Zealand.

MELCÓN, C. (1994), «Estrategias de política monetaria basadas en el seguimiento directo de objetivos de inflación. Las experiencias de Nueva Zelanda, Canadá, Reino Unido y Suecia», Banco de España, *Documento de Trabajo* 9426.

ROGOFF (1985), «The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target», *Quarterly Journal of Economics*, noviembre.

SVERIGES RIKSBANK, *Inflation and inflation expectations in Sweden*, octubre 1993, marzo 1994.

VEGA, J. L. (1994), «¿Es estable la demanda a largo plazo de ALP?», Banco de España, *Documento de Trabajo* 9422.

### Resumen

En este trabajo, se explica la relación entre los cambios en el contexto legal, derivados de la aparición de la Ley (de 1994) de Autonomía del Banco de España, y las modificaciones operadas recientemente en el diseño de la política monetaria española, con el establecimiento de un objetivo directo de inflación. Estas modificaciones se comparan con las que, en los últimos años, se han producido en otros países. Finalmente, se resume la experiencia, durante 1995, con el nuevo esquema de política monetaria.

*Palabras clave:* Independencia, Banco de España, política monetaria, objetivo de inflación.

### Abstract

This paper explains the relationship between the changes in the legal context, derived from the enforcement of the 1994 Autonomy Law of the Bank of Spain, and the recent modifications in the design of Spanish monetary policy, with the establishment of a direct inflation target. These changes are then compared with those in other countries in recent years. Lastly, a summary is given of how the new monetary policy framework evolved during 1995.

*Key words:* independence, Bank of Spain, monetary policy, targets, inflation

*JEL classification:* E52, E58.