

LA AUTONOMÍA DEL BANCO DE ESPAÑA Y EL CONTROL DE LA INFLACIÓN

Raimundo ORTEGA (*)

I. INTRODUCCIÓN

LA concesión de una mayor o menor autonomía a los bancos centrales constituye una tendencia que ha ido ganando predicamento en los países industrializados a medida que la lucha por conseguir la estabilidad de los precios cobraba cada vez mayor importancia. Se ha reafirmado, por así decirlo, la idea según la cual cuanto más dócil sea políticamente un banco central menor será su credibilidad ante los mercados financieros y de capitales y ante la opinión pública, y por tanto, a medio plazo, mayor tenderá a ser la inflación resultante. Esa idea, que tenía unas profundas raíces doctrinales, cobró rango legal entre nosotros cuando el Tratado de Maastricht, preparando la implantación de la unión monetaria europea, estableció el compromiso de conceder a los bancos centrales de los países miembros una mayor autonomía respecto a los gobiernos en la fijación y ejecución de la política monetaria como medio explícito para lograr la estabilidad de precios.

Con este trasfondo, el presente trabajo se dividirá en cuatro apartados. En el primero, se hace un breve repaso de los acontecimientos más notables en la ya bicentenaria historia del Banco de España, analizando cuál ha sido el esquema de política monetaria utilizado por el Banco desde la segunda mitad de la década de los años setenta hasta la aprobación de la Ley de Autonomía a mediados de 1994. A continuación, se examina cómo

se estructura y define una política monetaria cuyo objetivo primordial es conseguir la estabilidad de los precios; deteniéndose, en tercer lugar, en el modelo de intervención recientemente adoptado por nuestro banco emisor para alcanzar ese objetivo. Por último, se ofrecen unas cuantas conclusiones, por supuesto de carácter estrictamente personal, sobre qué posibilidades tiene un Banco de España autónomo de controlar la inflación en nuestro país.

II. EL BANCO DE ESPAÑA Y LA POLÍTICA MONETARIA: UNA BREVE RESEÑA

Fundado en 1782 por un rey ilustrado, y con un capital que en aquella época fue calificado de «inmenso», el Banco de España fue hasta 1962 una entidad de propiedad privada, como lo siguen siendo, en mayor o menor medida, los bancos nacionales de EE.UU., Suiza, Italia, Bélgica, Austria, Grecia, Japón, México y Chile, entre otros. Ese hecho no impidió que desde el primer momento la intervención estatal en casi todos los aspectos de su funcionamiento resultase agobiante.

La concesión del privilegio de emisión, la fijación de límites periódicamente revisables a la circulación fiduciaria, los convenios con el Ministerio de Hacienda mediante los cuales el Banco anticipaba fondos al Tesoro, así como la facultad de nombrar y deponer al gobernador, configu-

raron una tupida red de dependencias del banco emisor respecto al gobierno. No fue efectivo, además, en nuestro país a lo largo del siglo XIX ni el distanciamiento del Estado respecto a los asuntos económicos, propugnado por la doctrina liberal del *laissez-faire*, ni la creencia en que el funcionamiento del patrón-oro imponía automatismos poco susceptibles de ignorarse por una posible actuación arbitraria del banco central.

En el primer tercio del siglo XX, se dio la paradoja de que mientras en la Europa de entreguerras se revalorizaban, siquiera fuera temporalmente, las ventajas inherentes a la independencia de los bancos centrales, en España los acontecimientos iban a contracorriente de ésta, ya gobernarán personalidades conservadoras como Cambó o Calvo Sotelo, ya socialistas como Prieto. Durante los años que siguieron a la guerra civil nada podía estar más alejado de cualquier pretensión de autonomía que los rígidos aires intervencionistas que soplaban entonces. Desde la ley de 27 de agosto de 1938, quedó de manifiesto que las normas generales de la «política de crédito» y en «materia monetaria» correspondían al gobierno, el cual señalaría al Banco de España las directrices que hubieran de seguirse. Esa orientación fue confirmada con meridiana claridad en la Ley de Ordenación Bancaria de 1946, en la de Bases de Ordenación del Crédito y Banca, de abril de 1962, y en la de Nacionalización y Reorganización del Banco de España, de junio de ese mismo año, hasta el extremo de que no existe mención alguna a la política monetaria entre las siete funciones atribuidas al Banco en la última entre las citadas.

A mediados de la década de los setenta, la realidad comenzó

a imponer su peso, y el Banco de España se fue labrando, poco a poco, una autonomía creciente. Prueba de ello es que la ley reguladora de sus órganos rectores, de junio de 1980, establecía como parte de su objeto, el desarrollo «en sus vertientes interior y exterior [de] la política monetaria de acuerdo con los objetivos generales fijados por el Gobierno»; si bien se matizaba que la instrumentaría «... del modo que considere más adecuado para el cumplimiento de los fines a alcanzar, en especial el de salvaguardar el valor del dinero». Se reconocía de esta manera, y por vez primera, una cierta autonomía al Banco de España, si bien limitada a la instrumentación de la política monetaria, a la par que se destacaba en una norma legal relevante el objetivo de contener la inflación.

Pero, en todo caso, la posterior evolución de la economía internacional, el desarrollo del proceso de unificación europea y las contradicciones de la política económica doméstica —caracterizada por una política fiscal expansiva y una monetaria sólo ligeramente restrictiva— fueron configurando la necesidad de un reconocimiento formal y sin ambigüedades de la autonomía del Banco de España. Y es que éste seguía, a pesar de todo, estando expuesto por varios flancos a las presiones políticas. No se trataba sólo de que sus facultades se limitasen a instrumentar la política monetaria decidida por el gobierno o que el Tesoro continuase disponiendo de un elevado recurso al crédito del banco emisor. Es que faltaba por asegurar también, en medida dispar, el cumplimiento estricto de tres requisitos que impone la consecución de una auténtica autonomía del banco central: a saber, su autonomía funcional, presu-

puentaria y personal. Afortunadamente, esos principios se han plasmado en la Ley de 1 de junio de 1994, y el Banco de España es ahora legalmente autónomo. Dicho esto, hay que subrayar que esa autonomía no fue fruto ni del convencimiento de los estamentos políticos ni de la presión de una opinión pública atraída por las ventajas de la idea, sino del cumplimiento de una obligación impuesta por el artículo 7 del Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Europeo. Una vez más, como ha ocurrido en múltiples episodios de nuestra historia económica, las presiones exteriores nos obligaron a adoptar una decisión que, dejada a instancias propias, seguramente se hubiera dilatado bastante tiempo.

Pues bien, como he indicado antes, desde mediados de la década de los años setenta el Banco de España comenzó a gozar de una mayor autonomía en el diseño y la instrumentación de la política monetaria. Ésta se plasmó siguiendo el modelo más común en aquella época, calificado como de «dos niveles»; es decir, una vez establecido el objetivo u objetivos últimos —crecimiento real del PIB y tasa de inflación deseados, por ejemplo—, se determina la variable intermedia —cantidad de dinero, tipos de interés o tipo de cambio— cuyo control las autoridades monetarias se proponen. El segundo nivel lo constituye la regulación por el Banco de España de alguna variable operativa (activos de caja del sistema bancario, base monetaria o tipos de interés a corto plazo).

Como es sabido, la mayor o menor efectividad del sistema se basaba en dos supuestos capitales: por un lado, la estabilidad de la relación entre la variable intermedia elegida y los objetivos últi-

mos perseguidos y, por otro, la capacidad del banco emisor para controlar la variable intermedia. Desde un principio, el Banco de España se decidió por definir el objetivo intermedio en términos del control no de un tipo de interés, sino de un agregado monetario —primero las disponibilidades líquidas (M3) y luego los activos líquidos en manos del público (ALP)—, que se establecía como una senda de crecimiento anual enmarcada en una banda cuya amplitud ha oscilado entre cuatro y tres puntos porcentuales, para intentar conseguir la evolución deseada de los objetivos últimos. Estos, que eran decididos por el gobierno a la hora de presentar el proyecto de ley de Presupuestos Generales del Estado, se fijaron durante esos años en términos de un crecimiento esperado del PIB y, merece la pena destacarse, de una tasa deseada de inflación.

No es ésta ocasión de analizar con detalle las vicisitudes del sistema de control monetario a lo largo del dilatado período que podemos enmarcar entre 1978, año en el que por vez primera la política monetaria del gobierno se cuantifica oficialmente mediante una senda de crecimiento anual de un agregado, y 1994. Me limitaré, por tanto, a resumir algunas cifras que creo suficientemente indicativas. En los diecisiete años que separan esas dos fechas, el Banco de España ha empleado las dos magnitudes monetarias antes citadas como variable intermedia; en nueve ocasiones, la tasa de crecimiento efectivo de la magnitud elegida no se ajustó a la senda programada. Es decir, que, en su tarea de control monetario, el Banco no tuvo éxito en más del 50 por 100 de las ocasiones. Pero lo que acaso sea más relevante es que en el período más cercano —1987/94—, sólo en

1991 la evolución de los ALP se ciñó al final del año a la senda programada; en los restantes siete años, el crecimiento efectivo superó al programado en seis, quedando por debajo únicamente en una ocasión (cuadro número 1).

Muy difícil es juzgar en qué medida esa ejecutoria de la política monetaria, con su constante desbordamiento de la cantidad de dinero a lo largo de los últimos años, resulta responsable de la evolución observada del producto y de los precios.

En lo que al primero respecta, su crecimiento real ha sido bajo, un 2,1 por 100, en promedio, en el período 1978-1994. Pero es más, esa evolución, sensiblemente inferior a la necesaria para reducir nuestra divergencia con Europa, fue el resultado de dos períodos de práctico estancamiento (los fechados entre 1979/84 y 1992/94) y otro de crecimiento muy fuerte (1985/91). Ciertamente es que, en buena parte, ese perfil refleja las vicisitudes del ciclo económico internacional; pero es también consecuencia de la incapacidad de nuestra

economía para mantener un crecimiento sostenido y sin tensiones, de las cuales las inflacionistas son buena prueba. Así lo demuestra la evolución de los precios al consumo durante los diecisiete años antes citados, evolución que arrojó un incremento medio anual del orden del 9,7 por 100, diferenciándose también tres fases: la primera, que va de 1978 a 1984, muestra un perfil muy inflacionista, con un crecimiento promedio de los precios del 14,8 por 100; la segunda, en la cual un esfuerzo decidido consigue reducir las tasas de

CUADRO N.º 1

OBJETIVOS ÚLTIMOS Y POLÍTICA MONETARIA (1960-1994)

AÑO	PIB	IPC	M %ALP(*)	Tasa efec.	Cumplimiento
1960	5,0	1,5	-	-	-
1961	15,6	0,9	-	-	-
1962	11,6	6,7	-	-	-
1963	10,4	8,8	-	-	-
1964	7,0	7,0	-	-	-
1965	9,7	13,2	-	-	-
1966	9,0	6,3	-	-	-
1967	3,3	6,4	-	-	-
1968	5,8	4,9	-	-	-
1969	8,7	2,2	-	-	-
1970	4,9	5,7	-	-	-
1971	5,5	8,2	-	-	-
1972	8,6	8,3	-	-	-
1973	8,1	11,4	-	-	-
1974	5,7	15,7	17-19	19,2	NO
1975	1,1	16,9	15-17	19,2	NO
1976	3,0	14,9	16-21(**)	18,0	SI
1977	2,6	24,5	17-21	19,2	SI
1978	1,8	19,7	14,5-19,5	19,8	NO
1979	0,2	15,7	15,5-19,5	19,1	SI
1980	1,2	15,6	16-20	16,1	SI
1981	-0,3	14,7	14,5-18,5	15,9	SI
1982	1,2	14,5	13,5-17,5	16,2	SI
1983	1,8	12,0	11-15	13,6	SI
1984	1,8	11,3	11-15	15,1	NO
1985	2,6	8,8	11,5-14,5	13,8	SI
1986	3,2	8,9	9,5-12,5	12,5	SI
1987	5,6	5,2	6,5-9,5	15,7	NO
1988	5,2	4,8	8-11	13,8	NO
1989	4,7	6,9	6,5-9,5	13,4	NO
1990	3,7	6,7	6,6-9,5	12,6	NO
1991	2,2	5,9	7-11	10,8	SI
1992	0,7	5,9	8-11	6,3	NO
1993	-1,1	4,6	4,5-7,5	8,6	NO
1994	2,0	4,7	3-7	8,2	NO

(*) Hasta 1984, «disponibilidades líquidas» (M3) y desde ese año «activos líquidos en manos del público» (ALP).

(**) Hasta mediados de año 16-20, y desde julio 17-21.

Fuentes: Informes anuales, anexos estadísticos y cuentas financieras publicados por el Banco de España.

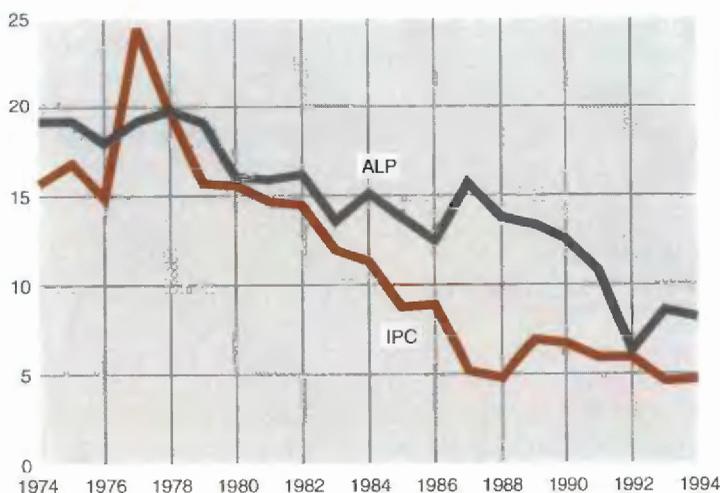
inflación, que se sitúan en un 6,9 por 100 de promedio; por último, durante los años más cercanos —de 1989 a 1994—, parece como si gobierno y sociedad se hubieran resignado ante la existencia de un muro inflacionista, situado en torno al 4,5 por 100, que se sienten incapaces de franquear y que, al superar en más de punto y medio el promedio de los tres socios menos inflacionistas, nos hace incumplir por el momento el requisito exigido para ser miembro de la Unión Monetaria.

Quiere decirse con ello que no resulta fácil, con los datos a la vista y sin formular un modelo relativamente complejo, juzgar la efectividad de la política monetaria del Banco de España durante este largo período. Desde luego, su influencia sobre la evolución del PIB, de existir, ha debido ser muy errática y a través de canales muy indirectos. Otra cosa es el efecto sobre la inflación. Aquí, y aun contando con la contribución de posibles factores perturbadores, sí parece observarse una cierta relación, por ejemplo, entre el suave pero continuo descenso en las tasas de crecimiento de la cantidad de dinero registrado entre 1979 y 1985 y la clara desaceleración de los precios experimentada a partir de 1983 y hasta 1988 (gráfico 1). Por otro lado, la relativamente permisiva política monetaria del sexenio 1986-1991 ha debido reflejarse en una mayor resistencia a la baja en la inflación entre 1989 y 1994. Por último, aun cuando acaso sea prematuro afirmarlo, el repunte en el crecimiento de la cantidad de dinero registrado en el bienio 1993-94 podría explicar, en parte, la resistencia de los precios a bajar del 4,5 por 100 que se está observando en los siete primeros meses del presente año.

Todo ello revela las dificultades con que se encuentra la política de control monetario. Al fin y al cabo, la relación entre los instrumentos de intervención del Banco de España y los objetivos últimos de la política económica ha sido y es poco fiable, y sometida casi siempre a fuertes perturbaciones aleatorias a corto plazo, a lo cual se une la dificultad de predecir el retraso con el cual se transmiten a la economía real los efectos de las decisiones del banco central. Ahora bien, los escollos para una actuación efectiva de la política monetaria se han multiplicado en años recientes por dos razones adicionales: ante todo, las innovaciones financieras, la aparición de nuevos activos líquidos y las mayores posibilidades de reestructuración de cartera abiertas al público en general han comprometido seriamente la estabilidad de la función de demanda de dinero y debilitado el diseño tradicional de nuestra política monetaria. La otra fuente de problemas ha sido la difícil coordi-

nación entre la política monetaria y la de tipo de cambio, especialmente a partir de la entrada de la peseta en el mecanismo cambiario del Sistema Monetario Europeo. Como es sabido, las obligaciones asumidas a partir del verano de 1989 han forzado en más de una ocasión al Banco de España a seguir una política de tipos de interés contradictoria con sus objetivos monetarios internos, y ello tanto más cuanto que el abandono forzoso de los mecanismos de control de cambios y la creciente movilidad de los flujos internacionales de capitales tenían como consecuencia que, en ocasiones, las decisiones del Banco de España se tradujesen en expectativas contrarias a las perseguidas, y así los intentos de reducir el crecimiento de la masa monetaria, detrayendo liquidez, se veían frustrados por la entrada masiva de fondos exteriores. No es, pues, exagerado afirmar que en estos últimos años el tipo de cambio se convirtió en el objetivo último de la política monetaria.

GRÁFICO 1
POLÍTICA MONETARIA E INFLACIÓN



Puede resumirse lo dicho por ahora en la comprobación, hasta la saciedad, de las fuertes limitaciones que la política monetaria tiene para luchar en solitario en pro de la estabilidad de los precios. En este terreno, no puede ignorarse, para empezar, que la economía española se ha caracterizado por una notable rigidez en el funcionamiento de los mercados de productos y de servicios, lo cual estorba la asignación eficiente de los recursos. Pero el obstáculo más notable ha sido, sin duda, la persistencia de un déficit público que ha crecido ininterrumpidamente desde el 1,7 por 100 del PIB en 1979 al 6,7 en 1994, habiendo alcanzado la cota máxima del 7,5 por 100 en 1993. A lo cual cabe añadir otros dos rasgos incluso más preocupantes: en primer lugar, el componente estructural de ese déficit ha solido ser superior al total del mismo, «moderándose» en el bienio 1993/94 para situarse en un «modesto» 74 por 100; en segundo término, del incremento del gasto público en más de 15 puntos porcentuales del PIB entre 1980 y 1994 son responsables no sólo la expansión del denominado Estado del bienestar, sino también, y de forma muy destacada, los efectos acumulados del propio déficit, en forma de carga financiera de la deuda, y el crecimiento del coste de los servicios públicos generales.

III. LA ESTABILIDAD DE PRECIOS COMO OBJETIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA

A lo largo de las décadas de los años setenta y ochenta, período caracterizado por elevadas expectativas inflacionistas, la política monetaria reposaba en la confianza, por parte de los bancos centrales, en que los agre-

gados monetarios elegidos como variable intermedia estaban ligados de forma estable a la evolución a medio plazo de objetivos últimos tales como el crecimiento del producto o la evolución de la tasa de inflación. El mecanismo de control monetario entonces montado presentaba tres ventajas muy apreciables: para empezar, la variable intermedia era susceptible de control por parte del banco central y suministraba a los agentes económicos una información resumida respecto a los propósitos de aquél, al tiempo que facilitaba la vigilancia de su cumplimiento o de su fallo; pero, además, establecía un reparto relativamente claro de funciones y responsabilidades entre el banco central y el gobierno, aliviando a aquél de posibles presiones por parte de éste. Sin embargo, y básicamente por las razones expuestas al repasar antes la experiencia española, las posibles ventajas de ese esquema como modo de influir directamente en las expectativas inflacionistas del público comenzaron a debilitarse.

Por lo tanto, a partir de los primeros años de la presente década, el compromiso se ha centrado casi exclusivamente en la consecución de la estabilidad de precios. Ese cambio ha ido, por lo general, acompañado de la concesión de una autonomía casi completa a los bancos centrales (*vid.* De Beaufort y Hoogduin, 1994). Éstos anuncian ahora públicamente un objetivo numérico de tasa de inflación a conseguir en plazo medio —entre dos y cinco años, por lo general—, orientando su estrategia mediante el seguimiento continuo de un abanico amplio de indicadores que señalan las posibles desviaciones de la inflación prevista respecto al objetivo marcado, y reconociéndose de antemano la existencia de cier-

tas perturbaciones que pueden justificar desviaciones respecto a las metas fijadas.

Hasta ahora, y sin contar España, cinco son, que yo sepa, los países cuyos bancos centrales tienen fijados objetivos directos de inflación medidos por el IPC: Nueva Zelanda y Canadá son los decanos, seguidos por el Reino Unido, a los que se han sumado más recientemente Suecia y Finlandia. Los objetivos fijan tasas de crecimiento de los precios muy bajas —entre el 0 y el 4 por 100— que deben alcanzarse entre dos y cinco años. De ellos, sólo en el Reino Unido el banco emisor no goza de autonomía, y el objetivo de inflación y las bandas de fluctuación de los agregados son establecidos por el gobierno; en los restantes, la independencia de los bancos es completa, o cuasi completa, y la formulación y ejecución de la política monetaria corresponde a la institución monetaria. A ello ha de añadirse que, salvo en Suecia, la política de tipo de cambio es responsabilidad del gobierno, el cual puede, en ocasiones, consultar al banco central (cuadro n.º 2).

Tal y como he apuntado antes, se admiten desviaciones respecto a los objetivos de inflación fijados previamente cuando se registran perturbaciones significativas en variables tales como el IVA y otros impuestos, el coste de los créditos hipotecarios o la relación real de intercambio, por mencionar las admitidas con mayor frecuencia.

Es indiscutible que el cambio de estrategia —de anunciar como objetivo la evolución de una variable intermedia definida en términos de un agregado monetario a pasar al arriesgado expediente de señalar una tasa de inflación— es algo más que el cumplimiento de un mandato

CUADRO N.º 2

PAÍSES CON OBJETIVOS DIRECTOS DE INFLACIÓN

A S P E C T O S T E C N I C O S

	Nueva Zelanda	Canada	Reino Unido	Suecia	Finlandia
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 1991. • Finales de 1992: 2%-4%. • Medios de 1994: 1.5%-3.5%. • Finales de 1995: 1%-3%. Hasta 1996: 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.
INDICES OPERATIVOS INTERNOS	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"> • Modificaciones del IVA y de otros impuestos. • Cambios, vía tipos de interés, en los costes hipotecarios. • Cambios en la relación real de intercambio. • Desastres naturales. 	<ul style="list-style-type: none"> • Cambios en impuestos indirectos. • Cambios —por variaciones en el precio del petróleo— en la relación real de intercambio y desastres naturales pueden justificar, incluso, una modificación del objetivo. 	No se determinan a priori.	<ul style="list-style-type: none"> • Cambios en impuestos indirectos y subsidios. • Cambios bruscos e intensos en la relación real de intercambio. 	<ul style="list-style-type: none"> • Las perturbaciones que en otros países suelen justificar las desviaciones no afectan al índice objetivo, por su propia definición.

A S P E C T O S I N S T I T U C I O N A L E S

Banco central	Nueva Zelanda	Canada	Reino Unido	Suecia	Finlandia
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:					
• Elección del régimen cambiario	• Gobierno.	• Gobierno.	• Gobierno, tras consulta con banco central.	• Banco central, tras consulta con gobierno.	• Gobierno, sobre propuesta del banco central.
• Ejecución	• Banco central y gobierno.	• Banco central, agente y asesor del Ministro de Finanzas.	• Banco central.	• Banco central.	• Banco central.
POLÍTICA MONETARIA	<ul style="list-style-type: none"> • Gobierno: determinación de objetivos (en discusión con el Gobernador del banco central). • Ministro de Finanzas: capacidad para dictar instrucciones al Gobernador (válidas por un año). • Banco central: instrumentación. 	<ul style="list-style-type: none"> • Banco central: Gobernador responsable último de la política monetaria. • Ministro de Finanzas: capacidad para dictar instrucciones al Gobernador (por escrito). No utilizada. • Banco central: instrumentación. 	<ul style="list-style-type: none"> • Gobierno: determinación de objetivo de inflación y bandas de referencia de agregados monetarios. • Gobierno y banco central: tipos de interés oficiales. • Ministro de Finanzas: capacidad para dictar instrucciones al Gobernador, excepcionalmente. • Banco central: instrumentación, dentro de las líneas acordadas con el gobierno. 	<ul style="list-style-type: none"> • Banco central: formulación (tras consulta con el gobierno) e instrumentación. 	<ul style="list-style-type: none"> • Banco central: — Consejo: determinación de objetivos de inflación y bandas de referencia de agregados monetarios. — Consejo Supervisor Parlamentario: tipos de interés oficiales.

CUADRO N.º 2 (continuación)

PAÍSES CON OBJETIVOS DIRECTOS DE INFLACIÓN

	ASPECTOS INSTITUCIONALES				
	Nueva Zelanda	Canadá	Reino Unido	Suecia	Finlandia
SUPERVISIÓN BANCARIA	Banco central.	Agencia independiente.	Banco central.	Agencia independiente.	Agencia independiente.
	RESULTADOS EN INFLACIÓN (IPC)				
ANTERIOR a la estrategia (tasa media de los dos años anteriores)	5,9	6,3	5,7	5,8	3,5
Fecha del ANUNCIO (T ₁)	7,3 (MAR/90)	6,2 (FEB/91)	3,5 (OCT/92)	4,7 (ENE/93)	2,9 (FEB/93)
MÍNIMO POSTERIOR (T ₂)	0,8 (DIC/91)	-0,2 (MAY/94)	1,3 (JUN/93)	1,7 (ENE/94)	0,2 (ABR/94)
ÚLTIMO DATO (T ₃)	3,5 (MAR/95)	2,5 (ABR/95)	3,3 (ABR/95)	3,3 (ABR/95)	1,6 (ABR/95)

Nota: En los últimos años, las políticas monetarias de la mayor parte de los países industriales han mostrado un grado de compromiso creciente con el objetivo antinflacionista. Así lo ponen de manifiesto los objetivos de inflación contenidos en las estrategias monetarias de bastantes países, en algunos casos de manera implícita y, en otros, con una formulación más precisa. Con el fin de destacar la prioridad de tal objetivo, ciertos países —Nueva Zelanda, Canadá, Reino Unido, Suecia y Finlandia—, cuyo rasgo común más sobresaliente es el régimen de flexibilidad elevada del tipo de cambio, han rediseñado sus estrategias de política monetaria, que ahora se orientan de forma directa a la consecución del objetivo último de inflación. El objetivo numérico se anuncia públicamente, y la estrategia se estructura a partir del seguimiento continuo de un conjunto amplio de indicadores; se recurre, de forma paralela, a una serie de mecanismos institucionales para potenciar la transparencia y credibilidad de la política monetaria, y se procura aumentar su efectividad con el apoyo de planes de consolidación fiscal y programas de reformas económicas de carácter estructural. En este cuadro, se exponen, a partir de las experiencias de estos países, algunos rasgos básicos de las estrategias directas con objetivos de inflación, así como los resultados obtenidos hasta la fecha.

Fuente: Banco de España, Informe Anual 1994.

legal. Éste se ha producido precisamente porque se ha creído que de esta forma se podía influir con mayor efectividad en las expectativas inflacionistas de los agentes económicos y, por ende, en la evolución de los mercados. Pero habiendo dado ese paso, las autoridades políticas y los bancos centrales han debido enfrentarse a un hecho que no por conocido deja de plantearles serias dificultades: a saber, que la publicación de los objetivos de inflación por parte de los bancos únicamente resultará creíble si éstos se cumplen. Se ha presentado de esta forma la necesidad de ponderar las posibilidades reales de controlar la inflación y de hacer saber abiertamente al público en general, y a los agentes económicos en particular, que el banco central está cumpliendo, o no, con ese propósito.

Frente a la situación anterior, en la cual el control de la varia-

ble monetaria intermedia era, en principio, posible, aunque no fácil —recuérdese que el Banco de España lo consiguió en ocho de diecisiete ocasiones—, el control de la inflación es mucho más complicado. Pero, frente a esa mayor incertidumbre respecto al resultado, ha de tenerse en cuenta que su trascendencia para la opinión pública es siempre mucho mayor y más concreta. Si nos ceñimos ahora al control de la inflación, debemos destacar algunos aspectos significativos a la hora de analizar después las posibilidades que el Banco de España tiene de controlarla.

De todos es sabido que un banco central ejerce un control lejano sobre la evolución de los precios y, por lo tanto, que se compromete a conseguir un objetivo sobre el cual influye en principio muy indirectamente. Eso significa que, caso de no

cumplir el objetivo, el público no podrá estar seguro de si ello ha sido debido a que su banco emisor no implementó una política monetaria suficientemente rigurosa o si, por el contrario, se presentaron causas exógenas que imposibilitaron dicha tarea. Cier to que esta última posibilidad está prevista en los esquemas de instrumentación de política monetaria dirigidos al control de la inflación, pero es evidente que la reputación del banco puede verse comprometida, y ello es lo peor que le puede ocurrir, ya que su credibilidad es la base sobre la que se asienta su capacidad de influir en las expectativas de los agentes económicos. Por otro lado, conseguir los objetivos de inflación puede no resultar fácil, especialmente en épocas de bajo crecimiento, en las cuales la política restrictiva del banco central despertará a buen seguro críticas y originará pre-

siones, normalmente de carácter político, para actuar «más razonablemente» y demorar el ajuste exigido por la consecución de los objetivos de estabilidad de precios. No deja de ser significativo que en países caracterizados por una larga experiencia de estabilidad de precios, como es el caso de Alemania, su banco central no haya tenido que abandonar el viejo esquema basado en el control de una magnitud monetaria.

Se llega de esta manera a una última cuestión de cierta relevancia: habida cuenta de que la credibilidad del banco central es una premisa central para el éxito del cumplimiento de su objetivo de obtener la estabilidad de precios, y de que esa credibilidad sólo le será otorgada por la opinión pública y los mercados en función del éxito obtenido en el cumplimiento de su misión, está claro que en aquellos países en los cuales las dificultades para controlar la inflación sean mayores y la confianza en el banco esté más en entredicho, el que el objetivo de inflación sea anunciado por el banco emisor en solitario, o conjuntamente con el gobierno, puede tener una importancia decisiva. Por lo tanto, cuanto menos respetado, o menos autónomo, sea el banco emisor, más conveniente resultará que el objetivo de inflación sea anunciado conjuntamente con el gobierno, puesto que mayor será su impacto sobre las expectativas mantenidas por la opinión pública. Ello no quiere decir que de esta forma se olvide la conveniencia de separar funciones y responsabilidades, pues de ello tiene que encargarse normalmente el estatuto de autonomía del banco central. Y dicho esto, se está en condiciones de pasar a examinar, tal y como se había prometido en la introducción, el modelo adoptado por el Banco

de España a raíz de su autonomía para conseguir la estabilidad de los precios.

IV. EL NUEVO MODELO DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO DE ESPAÑA

Aprobada en junio de 1994 la Ley de Autonomía del Banco de España, éste se ha visto obligado en el presente año a variar sustancialmente el mecanismo de intervención monetaria que venía utilizando desde hace varios (Banco de España, 1995). Tres son los cambios básicos que el nuevo esquema incorpora: la afirmación expresa de la estabilidad de precios como objetivo final a medio plazo de la política monetaria; la aceptación formal de que la estabilidad del tipo de cambio, según los compromisos establecidos en el SME, es un objetivo final, llamémosle «auxiliar», de la política monetaria; y el abandono formal del esquema de instrumentación en dos niveles por la utilización de un amplio conjunto de indicadores, financieros y reales, como medio de seguir las posibles desviaciones de la inflación prevista respecto a la fijada como objetivo, y de indicar al Banco cuándo y con qué intensidad debe reajustar su política monetaria mediante intervenciones en los mercados monetarios (esquema 1).

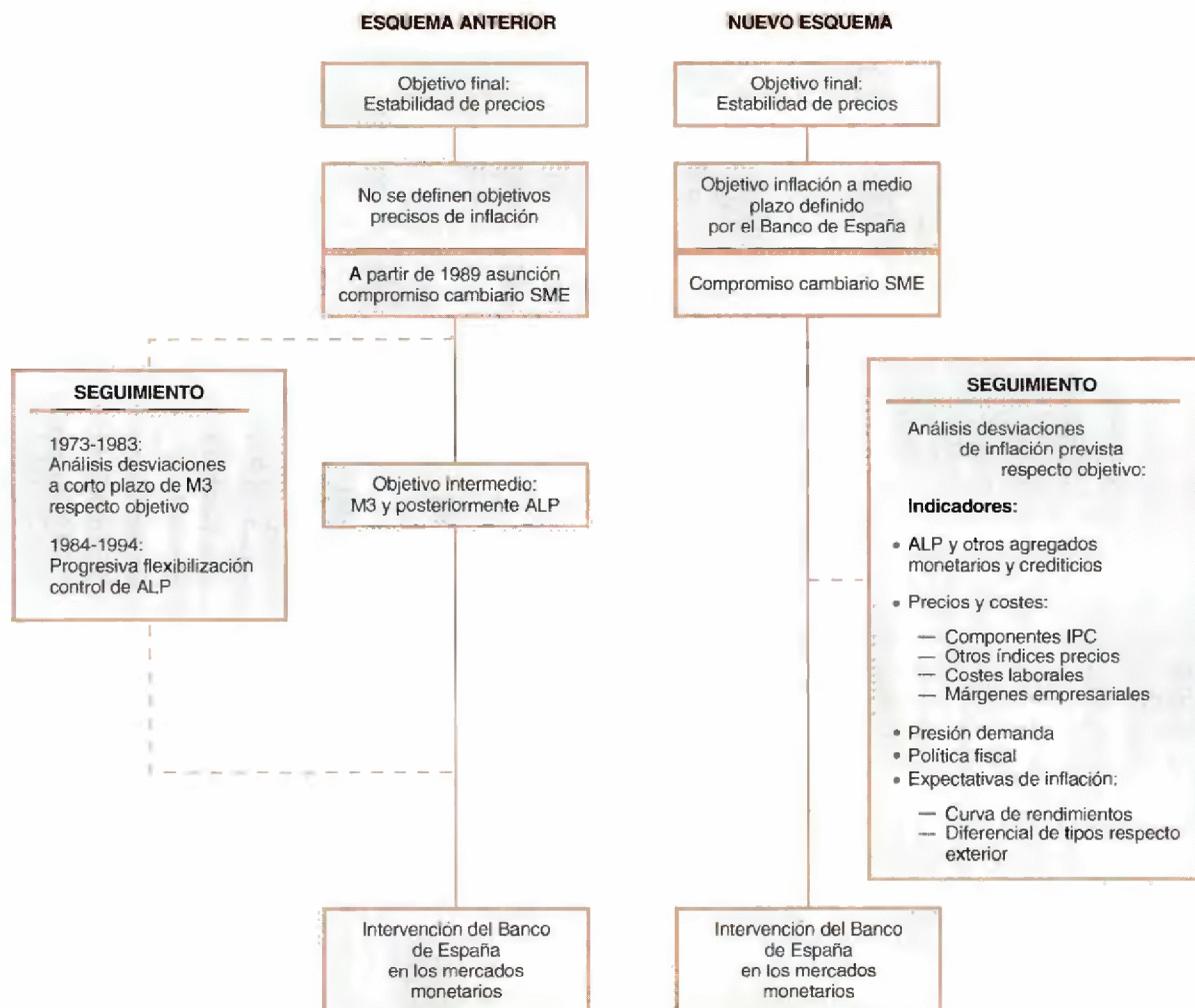
La consagración de la estabilidad de precios como objetivo primordial de la política monetaria está reconocida en el Estatuto del Banco de España, que dota de autonomía a esta institución para definir y ejecutar aquélla. Cumpliendo ese mandato, el Banco estableció a finales de 1994 un doble objetivo de inflación: uno a corto plazo, según el cual la tasa del IPC debería situarse en los primeros meses

de 1996 en el intervalo marcado por el 4 y el 3,5 por 100, y otro a medio plazo, que exige haber alcanzado una inflación inferior al 3 por 100 a lo largo de 1997. Al señalar esas dos referencias temporales, nuestro banco emisor reconoce dos circunstancias: primero, que la política monetaria influye en la inflación con notables retrasos, habida cuenta de la multitud de factores que pueden crear situaciones de incertidumbre respecto a su efectividad, por lo cual la mejor manera de influir en la senda de la inflación consiste en no permitir el arraigo de expectativas desfavorables; segundo, que la política monetaria es sólo uno entre los instrumentos eficaces en la lucha antiinflacionista, por lo cual conseguir la estabilidad de los precios debe ser objetivo de la política económica en su conjunto y, especialmente, de la fiscal. A este respecto, no deja de llamar la atención que el gobierno no haya suscrito públicamente el objetivo de inflación elegido por el Banco de España.

El segundo aspecto se refiere al reconocimiento explícito de la estabilidad cambiaria como medio para conseguir la estabilidad de los precios. Ese reconocimiento cobra tal fuerza que convierte, de hecho, a la estabilidad del tipo de cambio en una especie de segundo objetivo último de la política monetaria. A este propósito, el propio Banco ha reconocido, en su primer informe sobre la inflación, que los movimientos de tipo de interés pueden ser ineficaces y contraproducentes para resolver situaciones de tensión en los mercados cambiarios, pero que, por el contrario, el tipo de cambio influye sobre los precios domésticos y hace de ellos un arma básica en la lucha antiinflacionista.

Esas modificaciones obligan a hacer algunos comentarios. Ante

**ESQUEMA 1
EL NUEVO ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA**



Fuente: Informe Anual 1994. Banco de España.

todo, destaca la existencia de ese doble objetivo: el de inflación y el de estabilidad del tipo de cambio. Para el primero, que sin duda es el principal, el Banco ha establecido, como indiqué antes, un objetivo a corto y otro a medio plazo. El siguiente rasgo relevante del nuevo esquema de instrumentación es la sustitución del seguimiento de un agregado

monetario que actuaba como variable intermedia por la de un conjunto amplio de indicadores, cuya evolución señalará al Banco posibles desviaciones de la inflación prevista respecto a la inflación-objetivo. Ese abanico de indicadores es, ciertamente, complejo; en él se encuentran los que informan sobre precios y costes, junto con los relativos a

presión de la demanda, política fiscal, expectativas de inflación y, naturalmente, magnitudes monetarias y crediticias, que han sufrido así una relativa pérdida de importancia. Como resultado de ello, el Banco no es ahora tan explícito respecto al comportamiento esperado de los agregados monetarios, y lo único que sabemos es que crecimientos de

los ALP —que sigue siendo, se nos dice, un «indicador privilegiado»— por debajo del 8 por 100 serían coherentes con el objetivo final de estabilidad de precios. No ha especificado tampoco qué ponderación dará a cada uno de los indicadores citados ni cómo se resolverán las posibles contradicciones en su evolución.

Podría resumirse lo hasta ahora dicho enunciando un problema y expresando una preocupación: el problema es el de cómo será posible una política monetaria eficaz si la política fiscal decidida por el gobierno sigue dando la espalda a los compromisos antiinflacionistas del Banco; la preocupación se refiere a cómo y cuándo conseguirá el Banco de España ganarse la credibilidad de los mercados en un contexto desfavorable a sus propósitos, pues, como he dicho antes, ni las administraciones públicas parecen tomarse en serio la necesidad de contener rápidamente los desequilibrios de sus cuentas, ni la opinión pública —acaso porque no las conoce— valora suficientemente las ventajas inherentes a la estabilidad de precios. De ahí las apelaciones constantes de nuestro instituto emisor a «la necesidad de un conjunto coherente de políticas».

La ley establece la autonomía del Banco en las decisiones de política monetaria, pero también fuerza una mayor transparencia, con el fin, sin duda, de apuntalar la credibilidad de la institución. Por ello, los objetivos han de anunciarse públicamente y explicarse ante la Comisión de Economía del Congreso por el Gobernador, y analizarse en el *Boletín Económico* para conocimiento general. Además, semestralmente se hará público un informe sobre la inflación —hasta el momento se han publicado

dos, en marzo y septiembre de 1995— en el cual el Banco explicará el grado de cumplimiento de los objetivos, y comentará las medidas de política monetaria adoptadas y su orientación futura.

V. CONCLUSIONES

1.^a A lo largo de su historia, el Banco de España ha gozado de muy poca o ninguna autonomía en la formulación y ejecución de la política monetaria; sólo a partir de la segunda mitad de la década de los setenta, y fundamentalmente desde los llamados Pactos de la Moncloa, en los cuales se consagró por vez primera la instrumentación de la política monetaria mediante un mecanismo de «dos niveles», el banco emisor comenzó a gozar de una creciente autonomía, que ha estado mediatizada, sin embargo, por una política fiscal muy expansiva y por la indiferencia de la opinión pública respecto a los males reales de la inflación.

2.^a En un primer examen de los posibles efectos de esa política monetaria, ejecutada con arreglo a un esquema coherente desde 1974, su balance arroja un panorama de luces y sombras. En primer lugar, el Banco de España no siempre ha conseguido el cumplimiento de los objetivos de crecimiento del agregado monetario que le servía de variable intermedia. En cuanto a las dos variables últimas fijadas en su programación económica por el gobierno —PIB y tasa de inflación—, su evolución, a falta de un análisis más detenido, parece revelar que el comportamiento del primero ha estado influido por una serie de variables entre las cuales la cantidad de dinero ha debido ejercer un efecto muy indirecto y errático; otra cosa es la evolución de

los precios, en la cual puede observarse una relación entre los esfuerzos por conseguir una desaceleración continuada en el crecimiento de la cantidad de dinero y una moderación en las tasas inflacionistas de la economía.

3.^a Los retrasos observados en esa relación confirman la importancia que debe atribuirse a la actuación del banco central respecto a los procesos de formación de expectativas en los agentes económicos y de la opinión pública en general. Esas razones, junto con la pérdida de efectividad del esquema tradicional de control monetario y la preocupación recientemente renovada por la estabilidad de precios, así como por la confirmación empírica de la existencia de una relación entre el grado de autonomía del banco central y el éxito en la lucha contra la inflación, se han plasmado en la modificación radical de las estrategias de instrumentación de la política monetaria, cuyo objetivo último ha pasado a ser la estabilidad de precios, dejando a un lado el control de una variable intermedia en favor del seguimiento de un conjunto, más o menos nutrido, de variables que alertan al banco emisor de posibles desviaciones de la inflación esperada respecto a la fijada como objetivo último. En ese esquema, la estabilidad cambiaría desempeña un papel especialmente relevante, sobre todo en los países que, como el nuestro, son miembros del SME y aceptan, en consecuencia, ciertas obligaciones de estabilidad entre sus tipos de cambio.

4.^a El nuevo esquema de instrumentación de la política monetaria, puesto en práctica desde comienzos de la década de los noventa por un reducido número de bancos centrales, suele fijar un objetivo de inflación

bajo —entre el 0 y el 4 por 100— a conseguir en un período comprendido entre los 2 y los 5 años, aceptándose la existencia de factores —modificación del IVA y otros impuestos especiales, coste de los créditos hipotecarios, modificación de la relación real de intercambio— que justifican desviaciones respecto a la senda de inflación programada. Las posibles tensiones entre la política de tipos de interés a corto, principal instrumento de intervención de los bancos centrales en los mercados monetarios, y la evolución del tipo de cambio constituyen una fuente adicional de incertidumbre para una instrumentación adecuada de la política monetaria.

5.ª La Ley de Autonomía del Banco de España, aprobada por el Parlamento en junio de 1994 en cumplimiento de los compromisos adquiridos como país firmante del Tratado de Maastricht, ha atribuido a nuestro banco emisor una completa autonomía para la formulación y ejecución de la política monetaria. Ésta tiene como finalidad primordial la estabilidad de precios, y se ha traducido en que nuestro banco central se haya visto obligado a modificar su esquema de instrumentación de política monetaria, de acuerdo con las líneas descritas antes, y a establecer un objetivo a medio plazo para el control de la inflación. Dicho objetivo se ha fijado en una tasa anual inferior al 3 por 100 a lo largo de 1997, acompañándose de un objetivo a corto plazo —es decir, el primer trimestre de 1996— que cifra el IPC entre el 3,5 y el 4 por 100.

6.ª Como es habitual en otros países, la concesión de esa autonomía al banco central va de la mano con su obligación de anunciar ante la correspondiente comisión del Congreso de los Diputados y ante la opinión públi-

ca en general el objetivo de inflación elegido, al tiempo que, semestralmente, se publicará un informe sobre la inflación en el cual el Banco explicará el grado de cumplimiento de los objetivos y comentará las medidas adoptadas y su evolución futura.

7.ª A la pregunta de en qué medida un Banco de España autónomo va a ser capaz de lograr la estabilidad de precios que, como tarea primordial, le ordena su estatuto, no puede responderse ni rotunda ni confiadamente. El Banco de España ha sido una de las entidades pioneras en la instrumentación de la política monetaria que caracterizó a los países industrializados durante las décadas de los años setenta y ochenta; pero, desgraciadamente, sus éxitos en ese cometido han sido menores de lo que todos hubiéramos deseado, si bien ha de reconocerse que ha luchado en solitario ante el desinterés de la mayor parte de la opinión pública, indiferente a las ventajas inherentes a una tasa de inflación baja, y contra una política fiscal invariablemente expansiva que ha dificultado su acción año tras año. A lo cual debe añadirse un obstáculo más a la ejecución de la política monetaria a partir de junio de 1989, fecha en la cual los compromisos cambiarios anejos a nuestra pertenencia al SME han convertido *de facto* al tipo de cambio en el objetivo real de la política monetaria en estos años recientes.

8.ª Ante la etapa inaugurada con la Ley de Autonomía y el esquema de instrumentación de la política monetaria que estableció el Banco de España a finales de 1994, conviene ser muy cauto. Para empezar, y contra lo que pudiera pensarse, alcanzar a mediados de 1997 una tasa del 3 por 100, o menos, es un objetivo difícil. Y tanto más difícil si el

gobierno y las restantes administraciones públicas no incrementan sus esfuerzos por contener el déficit presupuestario, no se materializan pronto las reformas estructurales precisas para renovar la eficiencia y competitividad de la economía, y la opinión pública sigue concediendo al control de la inflación una importancia muy secundaria. El éxito de la política monetaria depende, fundamentalmente, de encontrarse inserta en un conjunto de políticas coherentes y ordenadas a un fin idéntico. Además, la tarea de nuestro banco emisor se verá dificultada porque, a diferencia de otros bancos centrales, debe ganarse todavía la credibilidad de los mercados, de tal forma que sus anuncios y decisiones adquieran la fuerza precisa para influir en las expectativas de los agentes económicos, nacionales y extranjeros.

9.ª En definitiva, el Banco de España ha recibido un mandato legal muy claro: conseguir ante todo la estabilidad de precios. Para el cumplimiento de esa obligación, goza de total libertad en la definición y ejecución de la política monetaria, y ha sido en función de ese mandato legal como ha establecido un doble objetivo de inflación: a corto y a medio plazo. Alcanzarlos o no supondrá obtener o perder una credibilidad que le será imprescindible para llevar eficazmente a cabo en el futuro sus objetivos. Si se acepta esa óptica, los meses de 1995 transcurridos hasta hoy han sido relativamente tranquilos para nuestro banco emisor, ya que, a pesar de las críticas con que han sido recibidas las tres subidas en su tipo de intervención, no se ha visto obligado todavía a enfrentarse a la decisión crucial: ¿cuánto crecimiento está dispuesto a sacrificar, si es necesario, a cambio de asegurar la estabilidad de los precios?

10.^a Para responder a esa duda resultaría crucial contar con estudios empíricos del tipo de los de Ball (1993) y DeBelle y Fischer (1994), en los cuales se intenta cifrar un «cociente de sacrificio» que pone en relación la pérdida de producto experimentada con la variación conseguida en la tasa de inflación como resultado de la política monetaria del banco central. En el último de los trabajos citados, los autores encuentran, para el período 1965-1992, «cocientes de sacrificio» que para EE.UU. oscilan entre 1,83 y 2,98, mientras que para Alemania Federal los valores se mueven entre 2,56 y 3,56. Es decir, que según esas cifras, la mayor credibilidad del banco emisor alemán hubiera debido permitirle amortiguar los choques inflacionistas con una menor pérdida de producto que en el caso de la Reserva Federal, siendo así que sucedió justamente lo contrario. En el caso español, pueden aislarse cuatro períodos de recesión más o menos pronunciada entre 1972 y 1994, el más prolongado y claro de los cuales iría desde el último

trimestre de 1989 al segundo de 1993. Pues bien, en esos catorce trimestres, el «cociente de sacrificio» fue entre nosotros del 3,2; es decir, marginalmente más alto que en el caso de EE.UU. durante el período 1989:4 a 1993:1, y más bajo que el 3,5 impuesto por la política deflacionaria del Bundesbank entre el primer trimestre de 1981 y el tercero de 1986. Ahora bien, sucede que el «cociente de sacrificio» es un indicador excesivamente sumario, y puede dar una visión distorsionada cuando se utiliza para comparar reacciones de economías muy diferentes; por ejemplo, en la organización básica de sus mercados de productos y servicios y, más concretamente, del mercado de trabajo.

11.^a Todo lo anterior puede decirse de otra manera: a lo largo de los meses transcurridos de 1995, el Banco de España ha emprendido en un marco favorable la tarea de ganarse la credibilidad de los mercados financieros (lógicamente más inclinados a compartir los análisis, e incluso las decisiones, de la autoridad

monetaria). La prueba de fuego vendrá cuando deba obtener esa misma credibilidad en los mercados laborales, en situaciones más delicadas y con una política fiscal que continúe sin cooperar plenamente con ese objetivo.

NOTA

(*) Este trabajo se basa, en parte, en un artículo publicado en el número 96 de *Cuadernos de Información Económica*, de la Fundación FIES, y en una ponencia presentada el día 11 de septiembre en el Centro Mediterráneo de la Universidad de Granada, dentro del curso sobre «Sistema Financiero y Economía Real Española en 1995».

BIBLIOGRAFÍA CITADA

- BALL, Lawrence (1993), «What determines the sacrifice ratio», *NBER Working Paper*, número 4306.
- BANCO DE ESPAÑA (1995), *Informe Anual 1994*.
- DE BEAUFORT WIJNHOLDS, J. Onno; HOOGDUIN, Lex, «Central bank autonomy: Policy issues» (1994), en *A framework for monetary stability*, De Beaufort Wijnholds, Eijffing y Hoogduin (eds.)
- DEBELLE, Guy, y FISCHER, Stanley (1994), «How independent should a central bank be?», *Goals, guidelines and constraints facing monetary policymakers*, Federal Reserve Bank of Boston.

Resumen

La autonomía de los bancos centrales está cada vez más ligada a la lucha contra la inflación. Basada en razones teóricas y empíricas, en el caso español respondía también a nuestras obligaciones como miembro de la Unión Europea.

El trabajo repasa la historia del Banco de España en el campo monetario, los esquemas de instrumentación utilizados desde la década de los setenta, así como los recientes modelos implantados por algunos bancos centrales para asegurar la estabilidad de precios. Concluye analizando el modelo de intervención adoptado y las posibilidades que la autonomía le ofrece para controlar la inflación.

Palabras clave: Banco de España, autonomía, inflación, política monetaria.

Abstract

The autonomy of central banks is increasingly linked to the fight against inflation. In the Spanish case, for theoretical and empirical reasons, this autonomy is also explained by Spain's obligations as a member of the European Union.

This paper reviews the history of the Bank of Spain in the monetary field and the implementation frameworks used since the decade of the 1960s, as well as the recent models introduced by several central banks to safeguard price stability. It concludes with an analysis of the Bank of Spain's intervention model and the possibilities that its autonomy provides for controlling inflation.

Key words: Bank of Spain, autonomy, inflation, monetary policy.

JEL classification: E58, E52, E31.