

"LA INFLACIÓN Y LA POLÍTICA MONETARIA EN ESPAÑA"

Conferencia de D. José Luis Malo de Molina

en

REAL ACADEMIA DE CIENCIAS MORALES Y POLÍTICAS

19 de Mayo de 1997

Señor Presidente, Señores académicos, Sras. y Sres.:

La iniciativa que ha tenido la Academia de Ciencias Morales y Políticas organizando esta "Tribuna de Lecturas" en torno al libro recientemente publicado por el Banco de España, en coedición con Alianza Editorial, sobre "La política monetaria y la inflación en España" es un gesto de generosa distinción hacia el Servicio de Estudios del Banco de España, autor colectivo de la obra, que nos honra y llena de satisfacción y agradecimiento. El esfuerzo y las ilusiones que hemos puesto en ese trabajo se ven ampliamente recompensados por el reconocimiento que nos hace tan prestigiosa institución.

La presentación de un libro en un marco tan solemne como este obliga a rebasar el tono convencionalmente informal de este tipo de actos para abordar algunas reflexiones cuyo contenido se aproxime, en cierta medida, al alto cometido de este foro de discusión.

No quisiera, sin embargo, caer en una mera repetición, por la vía del resumen, de la introducción que escribí para este volumen ni circunscribirme al carácter eminentemente técnico de la mayor parte de las contribuciones que constituyen el volumen que se presenta. Más bien me gustaría desenvolverme en el terreno fronterizo entre el contenido del libro y sus implicaciones institucionales y de política económica y utilizar en esta presentación una técnica de contrapunto que resalte alguna de las consecuencias implícitas en el libro que difícilmente podrían haberse tratado dentro de la disciplina que impone el rigor del lenguaje analítico o las sofisticadas técnicas empíricas, empleadas en este trabajo.

Quizás convenga empezar hablando de las intenciones que han animado este proyecto editorial. Se perseguía poner a disposición de un público relativamente amplio, en los ambientes académicos y profesionales así como entre los especialistas de los mercados financieros y los analistas de los medios de comunicación, los estudios que han fundamentado la nueva orientación que ha adoptado la política monetaria tras la consagración de la independencia del Banco de España con la Ley de Autonomía de 1994. En la inspiración originaria había una pretensión de transparencia y de rendición de cuentas, con la esperanza de contribuir a la mejor comprensión y a la mayor eficacia del nuevo esquema de política monetaria que se estaba aplicando. La publicación de los citados estudios técnicos requería, sin embargo, un trabajo exhaustivo y detallado de edición, que implicaba, en la mayor parte de los casos, una reelaboración completa dentro de un guión coherente y ordenado y la realización de algunos trabajos originales que viniesen a cubrir los vacíos que quedaban para dar una visión lo más acabada posible. No se pretendía, sin embargo, alcanzar una plena homogeneización dentro de un texto perfectamente integrado. Ello habría resultado prácticamente imposible, dada la pluralidad de enfoques y metodologías que se han utilizado para abordar los numerosos problemas imbricados. Tampoco se aspiraba a hacer algo parecido a un tratado definitivo y cerrado sobre la nueva política monetaria. Dicha aspiración habría sido, sin duda, pretenciosa en un tema en el que por su propia naturaleza los cambios son continuos e inevitables. Y eso, sin tener en cuenta que como decía Marcial Suárez en su novela **"El agua y el vino"**: *"Todo lo que hacemos es simple borrador de lo que pretendemos definitivo, cuando lo único que en realidad hacemos definitivamente es morirnos"*.

Esta cita viene a cuento porque fue Marcial Suárez el que hizo la corrección de estilo del voluminoso y pesado, al menos para los no especialistas en la materia -y él no lo era-, manuscrito del libro. Y lo hizo precisamente en las últimas semanas de actividad como corrector de textos en el Servicio de Estudios del Banco de España antes de que la enfermedad y

la muerte interrumpieran dramáticamente sus muchos proyectos y sus, todavía, muy vivas ilusiones.

La silenciosa presencia de su palabra escrita como corrector de estilo es la única que no aparece reconocida en la larga lista de los treinta y dos autores de la obra. Sea pues su nombre el único que se singularice en este acto no solo como reconocimiento de su valiosa contribución a la redacción final del libro sino, también, como homenaje a su intensa actividad supervisora que evitó que muchos usos incorrectos del lenguaje e incluso auténticos desaguisados lingüísticos empobrecieran las publicaciones del Banco de España y, en última instancia, nuestra propia lengua.

* * *

El contenido del libro sobre la política monetaria y la inflación testimonia la importancia que el Servicio de Estudios ha atribuido siempre al mantenimiento de unos lazos estrechos entre los gestores de las políticas económicas y la comunidad científica. Lazos que se ponen especialmente de manifiesto en el acto que celebramos hoy en esta Academia, que es uno de los foros más destacados de comunicación entre ambas formas de entender y vivir la economía.

He leído hace no mucho que los profesionales de la economía se podrían clasificar en tres grupos supuestamente segmentados con concepciones y lenguajes claramente diferenciados. Por un lado, se encontrarían los economistas del sector privado, orientados, casi exclusivamente, a la solución de los numerosos problemas prácticos y de gestión que se derivan de la finalidad maximizadora de los beneficios de las empresas. Por otro lado, estarían los economistas del sector público, supuestamente obsesionados con la racionalización de las decisiones de política económica y, finalmente, el tercer grupo lo formarían los economistas académicos, quienes, al desenvolverse dentro de la lógica que impone el propio desarrollo de las técnicas de análisis económico, difícilmente podrían

conectar con los problemas reales, cuyo tratamiento estaría reservado a los otros dos grupos de profesionales.

El libro que presentamos es una de las muchas pruebas de que esa descripción es, sin duda, muy esquemática y en última instancia falsa, aunque hay que reconocer que en España los posibles riesgos de una segmentación excesiva entre los diversos ámbitos de actividad profesional se han podido ver exacerbados por una desafortunada regulación de las incompatibilidades dentro del sector público, que obstaculiza la participación en la comunidad académica de los economistas que tienen responsabilidad en el diseño y en la instrumentación de las políticas económicas.

Una comunicación fluida entre los gestores de la política económica y los académicos es fundamental para una adecuada articulación del análisis económico con las restricciones procedentes de la realidad que limitan el margen de maniobra para la adopción de decisiones. Es, en definitiva, la necesidad de esa articulación la que justifica la existencia de plataformas de estudio e investigación para el asesoramiento de los órganos de dirección de las Administraciones Públicas o de los bancos centrales. Y de ello se deriva, también, la exigencia de que estos órganos mantengan una conexión viva y fructífera con las diversas instancias por las que transcurre el debate académico.

Una institución como un Servicio de Estudios de un banco central -como la fecunda historia del Servicio de Estudios del Banco de España testimonia- necesita la participación activa de economistas con una sólida formación económica que aporten un manejo riguroso del instrumental apropiado para el análisis teórico y la investigación aplicada. Necesita mantenerse al día de los progresos que realiza la comunidad académica en la formalización de modelos y en su contrastación empírica. Necesita contrastar sus recomendaciones de política económica y los resultados de sus investigaciones con las diversas posiciones que se adoptan en el debate académico. Necesita, por lo tanto, dar una proyección académica a su trabajo,

en la misma medida en que la academia -en su sentido más amplio- aspira a que las elaboraciones en el ámbito de la ciencia social incidan de alguna manera en la configuración de la realidad y en la adopción de decisiones por parte de los responsables públicos.

Desde esta perspectiva, el contenido de la obra recientemente publicada sugiere algunas reflexiones sobre la clase de problemas a los que se enfrenta el desarrollo de la economía aplicada y la articulación de las políticas económicas en España. La primera reflexión se refiere a la acusada dependencia de cualquier análisis económico aplicado y de las decisiones de política respecto de la existencia de una información estadística suficientemente amplia y fiable. Desgraciadamente, a pesar de los grandes esfuerzos que se han ido realizando en los últimos años, la situación de la estadística económica en España presenta todavía algunos déficit importantes -especialmente en el terreno no financiero-, que se manifiestan en lagunas significativas, retrasos excesivos en la disponibilidad de los datos, revisiones frecuentes y abultadas, discontinuidades y rupturas en las series temporales, etc.. Una realidad insatisfactoria que en definitiva refleja la insuficiente valoración que la sociedad y los poderes públicos otorgan, todavía, a la existencia de una información estadística rica y rigurosa. Debido a esta situación, muchos estudios empíricos realizados en España con técnicas muy sofisticadas y por analistas de elevada cualificación profesional carecen de la validez suficiente por estar basados en datos inapropiados o de mala calidad. Aunque, afortunadamente, este no es el caso de las variables monetarias y financieras, el estudio de las diversas vertientes del proceso de transmisión de la política monetaria obliga todavía -como puede verse en el libro- a dedicar gran cantidad de esfuerzos a la obtención y depuración de los datos y a la elaboración y selección de los indicadores más apropiados en cada caso.

Una segunda reflexión de orden metodológico que viene al caso es la conveniencia de que los trabajos aplicados de carácter académico no pierdan su necesaria vocación prescriptiva y se mantengan orientados a proponer

soluciones bien fundamentadas a los problemas económicos concretos, lo cual exige combinar un manejo riguroso del instrumental analítico y empírico disponible con un sólido conocimiento de los aspectos institucionales, sociales e históricos implicados. Para ello hay que integrar la consideración de las restricciones institucionales junto al funcionamiento de las fuerzas del mercado que modeliza la teoría económica e incorporar los factores sociológicos junto a los más estrictamente económicos. Esta tarea está sin duda llena de complejidades, pero el economista aplicado no puede rehuirla si quiere que su trabajo alcance relevancia para la adopción de decisiones sensatas de política económica. Con frecuencia los trabajos que pretenden ignorar estos factores en aras de una supuesta neutralidad o de un pretendido purismo técnico conducen a conclusiones totalmente desatinadas.

Ello no significa perder de vista que la base fundamental de la economía aplicada y de la política económica es el análisis teórico y la utilización rigurosa de la teoría de la inferencia estadística y de la econometría para la estimación empírica de las relaciones entre las variables económicas o de modelos más o menos estilizados. Aunque esta forma de trabajo, en ocasiones, conduce también a un instrumentalismo reduccionista en el que la discusión sobre los modelos estadísticos y econométricos pasa a primer plano, oscureciendo u olvidando la lógica económica que subyace a las estimaciones empíricas y la relevancia práctica de sus conclusiones. En este sentido, las conocidas advertencias que pronunció Alfred Marshall en 1906 siguen teniendo plena vigencia: "Un buen teorema matemático aplicado a hipótesis económicas es improbable que dé lugar a buena economía" o también "La experiencia enseña que el más atrevido y pérfido de todos los teóricos es aquel que declara que los hechos y las cifras hablan por sí mismos, y relega a un segundo plano la parte que él ha juzgado, quizás inconscientemente, en su elección y agrupación".

Todas estas cuestiones metodológicas -aunque no aparecen explícitamente tratadas- han impregnado de alguna manera el enfoque con el

que se ha elaborado el trabajo que hoy se presenta, cuyo contenido está centrado en la fundamentación analítica y empírica de la nueva política monetaria española.

Sin embargo, antes de adentrarme en la sustancia de su contenido, quisiera hacer una última reflexión sobre el autor. Ya he dicho que se trata de una obra colectiva. Ahora me gustaría añadir que a la hora de valorar los posibles méritos del producto conseguido sería injusto restringir dicha autoría colectiva a los firmantes de los diversos capítulos. Todos los trabajos incorporados en el libro se han beneficiado del trabajo y del debate intelectual de todo el equipo que forma el Servicio de Estudios, son herederos de la fecunda aportación de los economistas que han pasado por el mismo en los últimos años y no habrían sido posibles sin el empuje y el liderazgo de los que han sido los artífices del gran centro de estudios e investigación que hoy tenemos. La experiencia de cada hombre tiene que empezar necesariamente desde el principio, las instituciones, en cambio, pueden cosechar con mayor abundancia porque acumulan la experiencia colectiva. Los posibles méritos de este libro deben atribuirse, por lo tanto, a la experiencia colectiva acumulada por el Servicio de Estudios del Banco de España en los últimos veinticinco años.

* * *

El nuevo esquema de la política monetaria española se basa en tres pilares. En primer lugar, en la asunción de un compromiso institucional explícito con la persecución y el mantenimiento de la estabilidad de los precios. En segundo lugar, en la plena autonomía del Banco de España para diseñar e instrumentar la estrategia que juzgue más adecuada para alcanzar dicha meta. Y en tercer lugar, la elección de un sistema de fijación de objetivos directos de inflación frente a las alternativas tradicionales basadas en el seguimiento de objetivos intermedios para los agregados monetarios o el tipo de cambio.

El establecimiento de un compromiso institucional de la política monetaria con la estabilidad de los precios -como el asumido por el Banco de España con la nueva Ley de Autonomía o como el previsto para el futuro Banco Central Europeo en sus estatutos- descansa en la convicción intelectual de que el crecimiento a largo plazo está determinado por factores reales y que la inflación es predominantemente un fenómeno monetario. A ello se añade la evidencia empírica de que los movimientos inesperados en el nivel de los precios suelen inducir oscilaciones indeseadas en la producción y en el empleo, por lo que un compromiso de esta naturaleza tiende a reducir las distorsiones que se derivan de la incertidumbre sobre la evolución futura de la inflación. Todo ello ha llevado a un creciente protagonismo de la política monetaria y de los bancos centrales, hecho este que puede considerarse uno de los cambios más significativos de la evolución económica internacional desde principios de los ochenta. La expresión popularizada por Robert Pringle para referirse a este fenómeno es exagerada, pero ilustrativa del cambio de mentalidad operado: la política monetaria "*is the only game in town*", con lo que se quiere decir que dado los voluminosos déficit presupuestarios existentes, es en la práctica el único instrumento de política macroeconómica disponible. Robert Solomon ha dicho, comentando su acuerdo con esta expresión, que no le extraña que no haya un día en el que Alan Greenspan no aparezca citado en la prensa de Estados Unidos. No obstante, la concesión de la prioridad al objetivo de la estabilidad de los precios a medio y largo plazo, cuestión sobre la que parece existir un amplio consenso, no aclara mucho acerca del comportamiento más adecuado en las diferentes situaciones económicas o -como se dice en la literatura de orientación más académica- sobre la función de reacción del banco central. Ese es, precisamente, el problema que tiene que resolver el diseño del esquema de política monetaria. Al fin y al cabo la política monetaria no puede sustraerse al hecho de que la economía es siempre cuestión de equilibrar aspiraciones alternativas con similar legitimidad y de mediar en conflictos que difícilmente pueden ser resueltos por simple apelación a modelos teóricos estilizados.

Una rama importante -yo diría que casi dominante- del pensamiento monetario reciente ha estado impulsada por la búsqueda de un sistema de reglas fijas que definieran con precisión las reacciones de las autoridades monetarias. Con esta finalidad se desarrolló toda una gama de modelos -los modelos de reputación- que parecían demostrar la superioridad de las reglas preestablecidas frente a la posible discrecionalidad de las autoridades. En los modelos teóricos estilizados las reglas fijas tienen, sin duda, la ventaja de favorecer la credibilidad y el control de la propia política monetaria, aumentando su eficacia y reduciendo los posibles costes asociados a la estrategia estabilizadora.

Sin embargo, la creciente complejidad de los mercados financieros actuales y de los mecanismos de transmisión de la política monetaria se han encargado de desvanecer la ilusión de las reglas fijas, que tan cómodas hubieran resultado para el oficio de los banqueros centrales. Los impulsos de la política monetaria se transmiten a través de un conjunto muy amplio de variables. Los movimientos de los tipos de interés a corto plazo, que se encuentran bajo la influencia directa de las operaciones del banco emisor en los mercados monetarios afectan, en compleja interacción con el estado de las expectativas y las pautas de conducta de los intermediarios financieros, a una variada gama de precios y de rentabilidades de diferentes instrumentos financieros. Estos movimientos, a su vez, inciden sobre la renta disponible y la riqueza de los agentes, así como sobre sus disponibilidades líquidas y facilidades de financiación, desencadenando una serie de efectos de sustitución entre activos financieros y reales que influyen en los distintos componentes de la demanda y en la formación de los costes y de las expectativas.

Si se tiene en cuenta que los múltiples canales de transmisión de la política monetaria transcurren a través de unos mercados financieros fuertemente desregulados, abiertos a la plena movilidad internacional, en rápido proceso de innovación y que comportan riesgos considerables de

inestabilidad, el seguimiento de reglas rígidas basadas en el comportamiento de una u otra variable financiera resulta prácticamente imposible e incluso puede llegar a producir distorsiones. Un elemento de interpretación o discrecionalidad es inevitable.

Ahora bien, si no es posible fijar reglas automáticas que traduzcan mecánicamente el compromiso explícito por la estabilidad de los precios ¿cómo se puede asegurar que en el uso del margen de discrecionalidad las autoridades no se desvíen del objetivo fijado? Las previsiones institucionales que regulan la configuración del banco emisor y sus órganos de decisión se convierten, por lo tanto, en un tema de gran trascendencia. ¿Quién detenta ese poder discrecional? ¿bajo qué normas y directrices? ¿cómo se controla su ejercicio? Son preguntas que se encuentran en el núcleo del debate actual sobre la política monetaria y de las relaciones de ésta con los restantes ámbitos de la política económica. Y aquí es donde entra en juego la cuestión de la independencia de los bancos centrales y la articulación de sus competencias y responsabilidades en el marco de una configuración democrática de los poderes del Estado. Este es precisamente el segundo pilar de la nueva política monetaria española, al que debo referirme brevemente.

Una vez que se descartan, por ilusorias, las reglas fijas y se acepta como inevitable un margen de discrecionalidad, es importantísimo establecer un marco que asegure que la política monetaria quede al margen de las presiones procedentes de determinados intereses sectoriales, de las conveniencias derivadas de los ciclos electorales o de las oscilaciones de las corrientes de opinión que no siempre tienen suficientemente en cuenta las repercusiones en un horizonte a más largo plazo. Al colocar al banco central a una cierta distancia del proceso político -protegido a través de las previsiones institucionales adecuadas-, se favorece que los órganos de decisión sigan criterios basados en objetivos de estabilidad a medio y largo plazo. Esto es

precisamente lo que se persigue con el modelo basado en la independencia de los bancos centrales.

Para algunos sectores de opinión, la autonomía del banco central estaría en contradicción con la responsabilidad democrática de todos los órganos de poder y con el necesario control de todos los componentes de la política económica. Sin embargo, la concesión de un marco de autonomía suficiente para la consecución de unas metas de estabilidad económica, democráticamente fijadas y socialmente aceptadas, no implica la ausencia de responsabilidad frente a la comunidad y sus órganos de representación política. Por el contrario, cuanto mayores son las competencias asignadas a un banco central, más importante es, obviamente, que existan cauces para la rendición de cuentas. La necesidad de proteger al banco emisor de presiones que puedan conducir a decisiones incoherentes con los objetivos a medio plazo, no es óbice para la colaboración del banco central con los objetivos generales de la política económica y para la transparencia de sus decisiones y su sometimiento a la crítica de las instituciones representativas. Existe una amplia variedad de mecanismos que garantizan, de acuerdo con la tradición institucional de cada país, dicho control sin necesidad de supeditar la instrumentación de la política monetaria a las directrices del Gobierno. En nuestro país las comparecencias del Gobernador ante distintas Comisiones del Congreso y del Senado para anunciar los objetivos de la política monetaria y presentar los resultados alcanzados, sintetizados en los informes semestrales sobre la inflación, son los canales principales que aseguran el cumplimiento de dicha función.

No obstante, la eficacia antiinflacionista de la independencia de los bancos centrales depende del comportamiento de los restantes componentes de la política económica y de los hábitos de reacción de los agentes económicos. La política monetaria no puede, aunque quiera, cargar con los pecados de los demás. Una cosa es no acomodar las expansiones fiscales y salariales, cuando estas se producen, y otra muy distinta tratar de

compensarlas con una sobrerreacción restrictiva. Mientras lo primero está completamente justificado y es, incluso, imprescindible para minimizar los posibles daños, lo segundo obedece a una concepción que exagera la potencia de los instrumentos de la política monetaria y que puede llegar a agravar las distorsiones creadas, pues muy probablemente añade recesión y paro sin frenar el alza de los precios y a la vez contribuye, sin quererlo, a que los demás componentes de la política económica se desentiendan de la labor antiinflacionista.

El diseño de una política monetaria independiente orientada explícitamente a combatir la inflación constituye una poderosa palanca para persuadir a los agentes económicos y sociales de las ventajas de la estabilidad de los precios y para influir en la formación de sus expectativas. Quizá uno de los resultados más visibles del nuevo esquema de política monetaria y que mayor influencia ha tenido en el delicado entramado de relaciones entre las instituciones encargadas de la política económica y los hábitos de conducta de los agentes económicos ha sido la asunción, al menos en el debate económico, de la importancia que tiene alcanzar tasas bajas de inflación. Nunca habían prestado los medios de comunicación tanta atención a la evolución del IPC. Nunca había sido tan unánime la valoración positiva que merecen los progresos hacia la estabilidad de los precios. No hay que remontarse mucho en el tiempo para encontrar en los medios de comunicación una escasa preocupación por la inflación y un condicionamiento de su valoración al comportamiento de otras variables a las que se atribuía un valor prioritario. La inflación no era considerada como algo necesariamente negativo si permitía crecer a un ritmo más vivo. Por el contrario, se pensaba que la lucha contra la inflación podría resultar perjudicial si limitaba el crecimiento económico y generaba desempleo. Desde esta forma de ver las cosas, la inflación -en el fondo- carecía de importancia, ya que se confiaba en que las subidas de salarios y de otras rentas fuesen suficientes para mantener o incrementar su poder adquisitivo. La contrapartida de la ausencia de una cultura de la estabilidad era la generalización de las prácticas de revisión

periódica de todos los precios y tarifas y la indicación, más o menos explícita o automática, de la mayor parte de las rentas. Mecanismos que tendían a hacer permanentes los sesgos inflacionistas de la economía y a incrementar los costes, en términos de desempleo, de la estrategia de reducción de la inflación. En este terreno se ha producido, afortunadamente, un cambio trascendental, al que no ha sido ajeno el nuevo esquema de la política monetaria, junto con la asunción de los criterios de convergencia del Tratado de Maastricht y la mayor complicidad antiinflacionista de los restantes componentes de la política económica.

El tercer pilar de la nueva política monetaria lo constituía el abandono del esquema tradicional de fijación de objetivos para un agregado monetario amplio, que el Banco de España había estado aplicando de manera ininterrumpida desde finales de la década de los setenta, en favor de un nuevo diseño basado en el seguimiento directo de objetivos de inflación. Con el nuevo esquema se pretendía superar los problemas e insuficiencias de las fórmulas que se habían ensayado hasta entonces. Parecía conveniente que las nuevas competencias atribuidas al Banco de España descansaran en un esquema menos vulnerable a las carencias de credibilidad que venían mostrando los sistemas empleados con anterioridad.

La nueva estrategia de objetivos se basa en un reconocimiento explícito de la complejidad de los mecanismos de transmisión que median entre las variables que están al alcance del control de las autoridades monetarias -básicamente los tipos de interés a más corto plazo- y el comportamiento final de los precios. De acuerdo con esta complejidad, se trata de evitar a toda costa dar la impresión de que la inflación es una variable que se encuentra bajo una influencia directa y efectiva del banco central y que la estabilidad de los precios es una competencia exclusiva de la política monetaria de la que, una vez confiada a un banco central independiente, los demás componentes de la política económica pueden desentenderse.

El modelo de seguimiento directo de la inflación consiste en fijar un objetivo cuantificado para el comportamiento del índice de precios que se considere más relevante en un horizonte de medio plazo, en el que este sea alcanzable teniendo en cuenta los desfases con los que actúa la política monetaria y las resistencias que obligan a que el avance tenga que ser gradual. Una vez definido y anunciado de manera expresa este objetivo, las autoridades monetarias se comprometen a reaccionar cuando las proyecciones disponibles reflejen un riesgo de desviación significativo y persistente respecto de la senda necesaria para estar dentro de la referencia establecida en el plazo previsto. Para que dicho compromiso sea efectivo y para limitar el margen de discrecionalidad que conlleva, el diagnóstico de la situación inflacionista debe basarse en un conjunto de indicadores previamente conocidos, y las acciones de política monetaria deben explicarse periódicamente mediante una evaluación pública de las tendencias registradas en relación a los objetivos fijados.

Aunque en la práctica las diferencias entre un esquema tradicional de objetivos intermedios para los agregados monetarios y un esquema de objetivos directos de inflación no son muy intensas -pues ambos aprovechan toda la información disponible para adoptar unas decisiones, que en ningún caso tienen el carácter de reacción automática frente a un único indicador-, la ventaja del segundo en el terreno de la comunicación y la transparencia es especialmente importante. Los objetivos directos de inflación son más fácilmente comprensibles y tienen una influencia más inmediata en la formación de las expectativas. La fijación de objetivos para alguna definición de la cantidad de dinero, por el contrario, hace más difícil la comprensión de la prioridad otorgada a la persecución de la estabilidad de los precios y requiere constantes -y a veces confusas- interpretaciones que difícilmente pueden transmitir seguridad y confianza sobre las ventajas de las metas que se pretenden alcanzar. Para la política monetaria, su influencia sobre las expectativas y la credibilidad que inspira son dos ingredientes fundamentales para su eficacia y ambas están estrechamente vinculadas con la forma en que

se logre transmitir, en el campo minado de los sentimientos cambiantes de los mercados, la conexión de las actuaciones emprendidas con los objetivos finales perseguidos. Desgraciadamente para los responsables de los bancos centrales, la eficacia de sus intervenciones depende, en gran medida, del impacto que tengan sobre el estado de opinión de los mercados y de la confianza que susciten, y esto es algo que solo se puede conocer a posteriori. Si no existe una transparencia suficiente que facilite la interpretación de las acciones de política monetaria en relación con las prioridades establecidas, puede ocurrir que una medida determinada provoque el efecto contrario al deseado. El esquema de objetivos de la política monetaria es más importante como código de comunicación y mecanismo de transparencia que como regla de conducta o función de reacción.

Cuando se inició el nuevo esquema de instrumentación de la política monetaria, el Banco de España lo concretó en un objetivo a medio plazo consistente en situar establemente el crecimiento interanual del IPC por debajo del 3% a lo largo del año actual. Esta orientación, aprobada por el Consejo de Gobierno del Banco, fue anunciada por el Gobernador ante la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados, comprometiéndose a una evaluación de su cumplimiento mediante la publicación semestral de un informe sobre la inflación y la revisión anual de las referencias establecidas, con las consiguientes comparecencias ante la citada Comisión Parlamentaria. La programación monetaria para 1997 reafirmó la conveniencia de traspasar pronto la línea del 3%, con el propósito de aproximar la tasa de inflación al 2,5% al final del año, lo que se consideraba necesario para cumplir los requisitos de acceso a la Unión Monetaria Europea en el calendario previsto y avanzar en la senda definida por el nuevo objetivo de medio plazo, que trata de situar la tasa de crecimiento interanual del IPC cerca del 2% a lo largo de 1998. Estos objetivos, que inicialmente parecían muy ambiciosos, se han ido cumpliendo sobradamente. La desinflación ha sido más rápida y enérgica de lo que se esperaba, incluso en el más optimista de los escenarios. De hecho, no solo se ha roto la barrera del 3% desde el primer mes del año, sino que

incluso se ha llegado a rebasar la línea del 2%, hasta alcanzar el 1,7% el pasado mes de abril, siendo las perspectivas muy favorables tanto para el cumplimiento del criterio de convergencia en esta materia como para la consecución de las metas sucesivas, que pretenden consolidar niveles de inflación similares a los existentes en los países más estables de la UE.

Este comportamiento tan satisfactorio ha sido, sin duda, muy venturoso para la credibilidad del nuevo esquema, que inicialmente no estaba exento de serios riesgos de nacer erosionado por el incumplimiento de unos primeros objetivos exigentes que eran necesarios, pero también, en principio, difíciles de alcanzar. El éxito en esta primera fase de aplicación no se ha limitado al cumplimiento holgado y anticipado de las metas fijadas, sino que también se extiende a la forma en que han reaccionado las distintas variables implicadas.

Las subidas de los tipos de intervención, que hubo que instrumentar para salir al paso de los riesgos inflacionistas que se percibían a comienzos de 1995, se fueron manifestando, tras unos primeros momentos de confusión y nerviosismo, en un progresivo fortalecimiento del tipo de cambio y en un aumento de los tipos de interés más moderado en los plazos más largos, lo que permitió que la curva de rendimientos alcanzase pronto una pendiente negativa. Hecho que podía considerarse como un reflejo de la confianza de los mercados en la eficacia de las medidas adoptadas y en la progresiva mejora de las expectativas.

Conforme el avance en la reducción de la inflación se fue materializando, se fue abriendo espacio para que los tipos de interés fueran bajando, sin poner en peligro el cumplimiento del objetivo final. Ello permitió que, poco a poco, se estabilizase el tipo de cambio, que descendiesen los tipos de interés reales y que la curva de rendimientos recuperase un perfil más normal, pero a un nivel considerablemente menor y más próximo al de los países centrales de la UE.

La legítima satisfacción por los buenos resultados cosechados durante el período de los tres primeros años, que definía el horizonte del primer objetivo de medio plazo establecido, no debe llevar a perder de vista que como decía Giovanni Botero en su **Razón de Estado**: *"Las cosas humanas crecen y menguan, como si a una ley natural obedecieran, lo mismo que la luna a la que están sujetas, de forma que mantenerlas estables una vez que han llegado a su plenitud e impedir que decaigan y se hundan constituye una empresa casi sobrehumana"*. Aunque, por lo que sabemos ni la política monetaria ni los, a veces veleidosos, mercados financieros están sometidos a los influjos de la luna, la consolidación de la estabilidad de los precios, cuando se contempla a la luz de la trayectoria reciente de la economía española parece, en verdad, una tarea poco menos que sobrehumana.

Sin embargo, la verdad es que la economía española se enfrenta a una oportunidad realmente excepcional de alcanzar un régimen de estabilidad compartida con los principales países de la UE a través de su participación en la UME desde el momento de su fundación. Ello supondría la feliz culminación de una larga y accidentada batalla por poner en pie una política monetaria activa capaz de generar la estabilidad macroeconómica y la disciplina financiera que necesitan las economías modernas para desarrollar su potencial de competitividad y crecimiento. Se daría entonces la paradoja de que el nuevo enfoque de la política monetaria española habría ayudado a alcanzar con plenitud esa vieja aspiración -que tantos y tan valiosos esfuerzos ha concitado a lo largo de la historia reciente del Banco de España- justo en el momento en el que está a punto de desaparecer su soberanía como política monetaria autónoma al diluirse en la nueva política monetaria única de la UME. En ese caso, el libro que presentamos habría sido el "canto del cisne" de la política monetaria española, pero con la satisfacción de haber contribuido eficazmente al establecimiento de un régimen de estabilidad monetaria y con la esperanza de haber suministrado una serie de estudios de alta calidad técnica, que habrán de ser muy útiles para el diseño de la futura política monetaria única que tendrá finalmente que perfilar el Banco Central Europeo.