

**ALGUNOS COMENTARIOS DE ACTUALIDAD INSPIRADOS EN LA  
VISIÓN HISTÓRICA DEL BANCO DE ESPAÑA**

**Conferencia pronunciada en la Presentación del Número de Papeles de  
Economía Española “La autonomía del Banco de España, un logro  
reciente”**

*José Luis Malo de Molina*

Mis comentarios a la conferencia pronunciada por Pablo Martín Aceña dentro del ciclo de la Tribuna de Jóvenes Historiadores de la Economía Española se van a centrar en lo que entiendo es el argumento que se ha elegido como hilo conductor de la siempre difícil tarea de sintetizar la trayectoria, compleja y azarosa, de una institución como la del Banco de España. Dicho argumento no es otro que la tardanza con la que el Banco de España ha terminado por asumir las funciones específicas de un banco central emisor relativas a la conducción de la política monetaria. Tardanza que se explica por la conjunción de los condicionantes estructurales de la economía española, las distorsiones impuestas por la obligación de atender las necesidades financieras de la hacienda pública y la esclerosis de los mercados financieros nacionales con los problemas derivados de una configuración institucional inadecuada. La imposibilidad de desarrollar bajo estas restricciones una política activa de regulación monetaria orientada a la estabilidad macroeconómica llegó al paroxismo con la política económica autárquica de la posguerra que perduró hasta finales de los años cincuenta. Una política económica de marcado signo intervencionista y obsesivamente cerrada al exterior resultaba poco respetuosa con el funcionamiento de los mercados y revelaba escaso aprecio por los valores de la estabilidad económica. No es de extrañar que, bajo semejantes circunstancias, el Banco de España se viese vaciado de cualquier papel activo en la política económica, quedando el control de todas sus funciones en manos del Ministerio de Hacienda; hasta el punto de que,

como señala el Profesor Martín Aceña, el delegado del Gobierno en el Banco llegase a prohibir la inclusión en el orden del día del Consejo de Administración la discusión de los documentos preparados por los economistas del banco y que desapareciese de sus deliberaciones cualquier mención a la política monetaria.

La redención de las funciones cautivas del Banco de España ha sido un proceso gradual, concentrado en las últimas décadas, que ha venido de la mano de la progresiva liberalización de la economía y de la obligada asunción de las pautas de estabilidad de los países de nuestro entorno que la misma implicaba. Un proceso que ha culminado con la adopción del modelo de política monetaria consagrado por el Tratado de Maastricht y por la Ley de Autonomía del Banco de España y que implica un compromiso institucional explícito de la política monetaria con la persecución de la estabilidad de los precios.

Cuando se observa la realidad actual desde la perspectiva histórica de la conferencia del profesor Martín Aceña, que sintetiza sus trabajos y los de otros muchos historiadores, se puede concluir, con satisfacción, que los numerosos obstáculos que han impedido al Banco de España ejercer, a lo largo de la historia, sus funciones específicas como banco central en la regulación de la oferta monetaria ya han sido eliminados. El contexto actual de la economía española y de sus mercados financieros y la nueva configuración institucional del Banco de España son los apropiados para el seguimiento de una política monetaria activa orientada a la consecución de la estabilidad económica. De hecho, desde la aprobación de la Ley de Autonomía del Banco de España, se ha podido culminar con éxito la difícil tarea de la convergencia hacia la estabilidad, a partir de un nuevo esquema de política monetaria.

Como es sabido, el nuevo esquema de la política monetaria española se ha basado 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 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.

La innovación principal de la nueva política monetaria era 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.

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 ha resultado muy 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. 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 1997. La programación monetaria ha definido más recientemente un 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 rompió la barrera del 3% desde el primer mes del año, sino que incluso se llegó a rebasar la línea del 2%, estableciéndose posteriormente en torno a esta tasa, permitiendo cumplir sobradamente el criterio de convergencia en esta materia.

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.

Alcanzados estos objetivos, la política monetaria española se encuentra en la actualidad en una encrucijada verdaderamente singular, como consecuencia del avance del proceso de integración monetaria europea y la previsible participación de España entre el núcleo de países fundadores de la Unión Monetaria. Este hecho transcendental significará la desaparición de toda autonomía de la política monetaria española mediante su dilución en la política monetaria única que empezará a instrumentarse en toda el área de los países participantes el 1 de enero de 1999.

En esta coyuntura, la economía española se enfrenta a una oportunidad realmente excepcional de alcanzar un régimen de estabilidad compartida con los principales países de la Unión Europea a través de su participación en la Unión

Monetaria desde el momento de su fundación. Ello supondrá 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 dará, entonces, la paradoja de alcanzar con plenitud la vieja aspiración que tantos y tan valiosos esfuerzos ha conciliado 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 al diluirse en la nueva política monetaria única. El retraso con el que el Banco de España fue asumiendo sus funciones, según el brillante estudio del Profesor Martín Aceña, parece haberse resuelto favorablemente en un trepidante sprint final que nos va a permitir llegar a tiempo para participar en la Unión Monetaria y compartir con los demás países participantes la nueva soberanía monetaria ejercida por una instancia supranacional. Cabe pues recurrir a la imagen del "canto del cisne" para sintetizar la singular situación creada por los buenos resultados alcanzados por la política monetaria española en los últimos años, instrumentada por un Banco de España que, dotado de plena autonomía, ha podido finalmente ejercitar todas las funciones propias de un banco central en consonancia con la modernización y apertura de la economía española y de sus mercados financieros.