



BANCO DE ESPAÑA



**LA EXPERIENCIA ESPAÑOLA CON UNA
ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DE
OBJETIVOS DIRECTOS DE INFLACIÓN:
1994-1998**

José Luis Malo de Molina
Director General

Jornadas Monetarias y Bancarias
Metas de Inflación
Buenos Aires, 2-3 de junio de 2003

CLARIFICACIÓN PREVIA

- **España no forma parte del grupo de países que siguen objetivos de inflación**
- **La política monetaria española es la del Eurosistema**
 - **Definición cuantitativa de la estabilidad de precios**
 - **Análisis de riesgos para la estabilidad de precios basado en**
 - Análisis económico a corto y medio plazo
 - Análisis monetario a largo plazo
 - **No hay objetivo de inflación ni como objetivo intermedio ni en términos de una proyección de la inflación**



EXPERIENCIA ESPAÑOLA

- España tuvo una experiencia exitosa de objetivos directos de inflación entre 1994-1998
- Tiene interés como experiencia histórica que jugó un papel muy importante en la entrada de España en la UEM
- El Banco de España realizó un amplio programa de investigación para fundamentar el cambio de estrategia
- Una síntesis de los trabajos realizados se publicaron en el libro:
 - “La política monetaria y la inflación en España”. Alianza Editorial, Madrid 1997
 - “Monetary Policy and Inflation in Spain”. MacMillan, London 1998



PRINCIPALES RESULTADOS DEL PROGRAMA DE INVESTIGACIÓN SOBRE LA ESTRATEGIA DE OBJETIVOS DE INFLACIÓN

Edited by
José Luis Malo de Molina,
José Viñals
and
Fernando Gutiérrez

MONETARY POLICY AND INFLATION IN SPAIN

for the Research Department of
Banco de España

BANCO DE ESPAÑA



Servicio de Estudios del
Banco de España

ALIANZA ECONOMÍA

La política monetaria y la inflación en España



ANÁLISIS DE LA EXPERIENCIA ESPAÑOLA

- **Las fuerzas desencadenantes del cambio de estrategia de política monetaria**
- **Ventajas y riesgos de los objetivos directos de inflación**
- **Características específicas del modelo español de objetivos de inflación**
- **Valoración de los resultados**

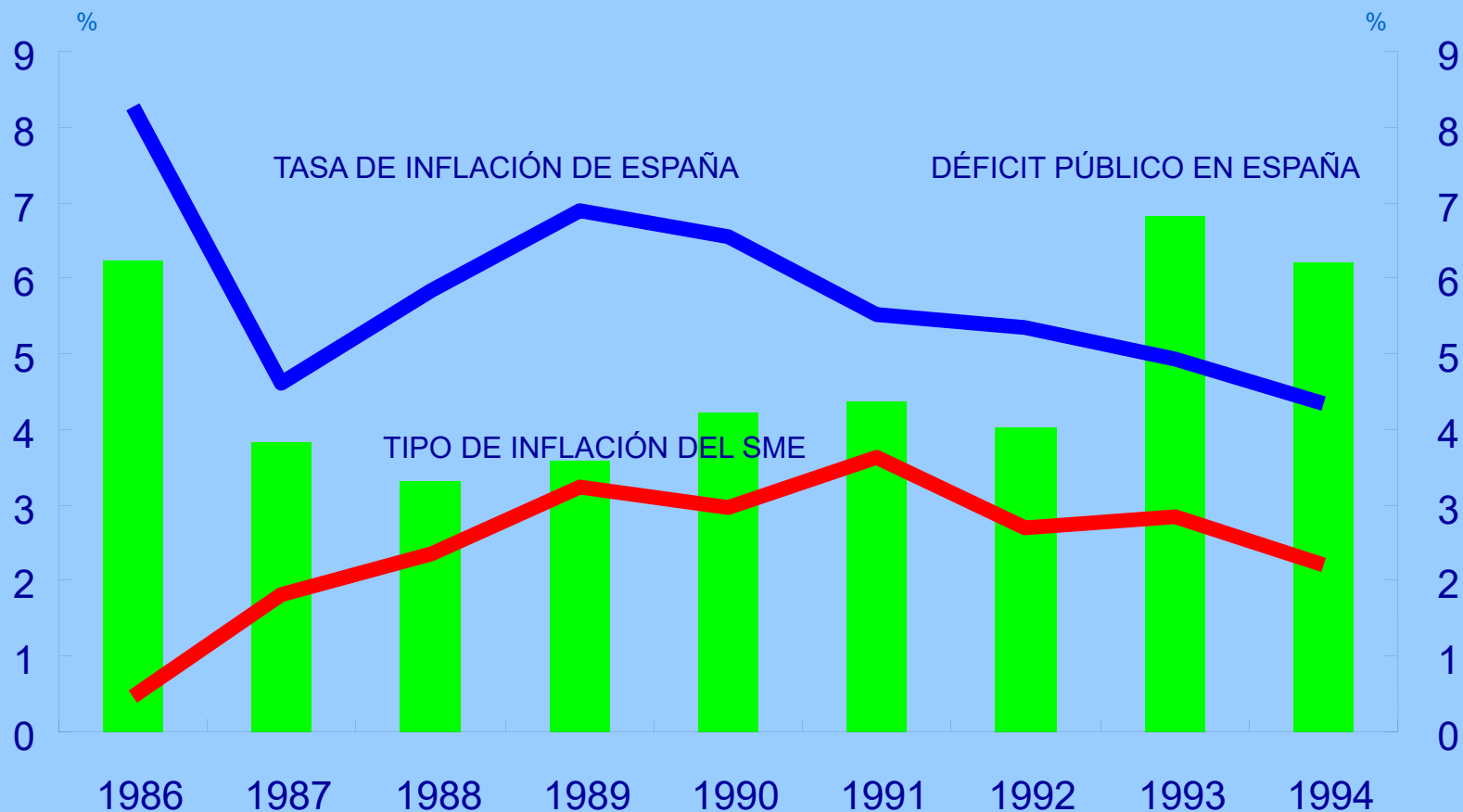


LAS FUERZAS DESENCADENANTES DEL CAMBIO DE ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

- **Graves dificultades para reducir la tasa de inflación con una combinación de políticas inadecuada**
 - **Política fiscal expansiva**
 - **Política monetaria restrictiva**
- ➔ **erosionaba la credibilidad de la política monetaria**
- **Crecientes dificultades para mantener la estrategia basada en objetivos sobre agregados monetarios, seguida desde principios de los años ochenta**
- **Inestabilidad cambiaria y crisis de la peseta dentro del mecanismo de cambios del SME. Pérdida del anclaje nominal del tipo de cambio**
- **Importantes cambios en el marco institucional relevante para el diseño de las políticas macroeconómicas**



INADECUADA COMBINACIÓN DE POLÍTICAS ECONÓMICAS

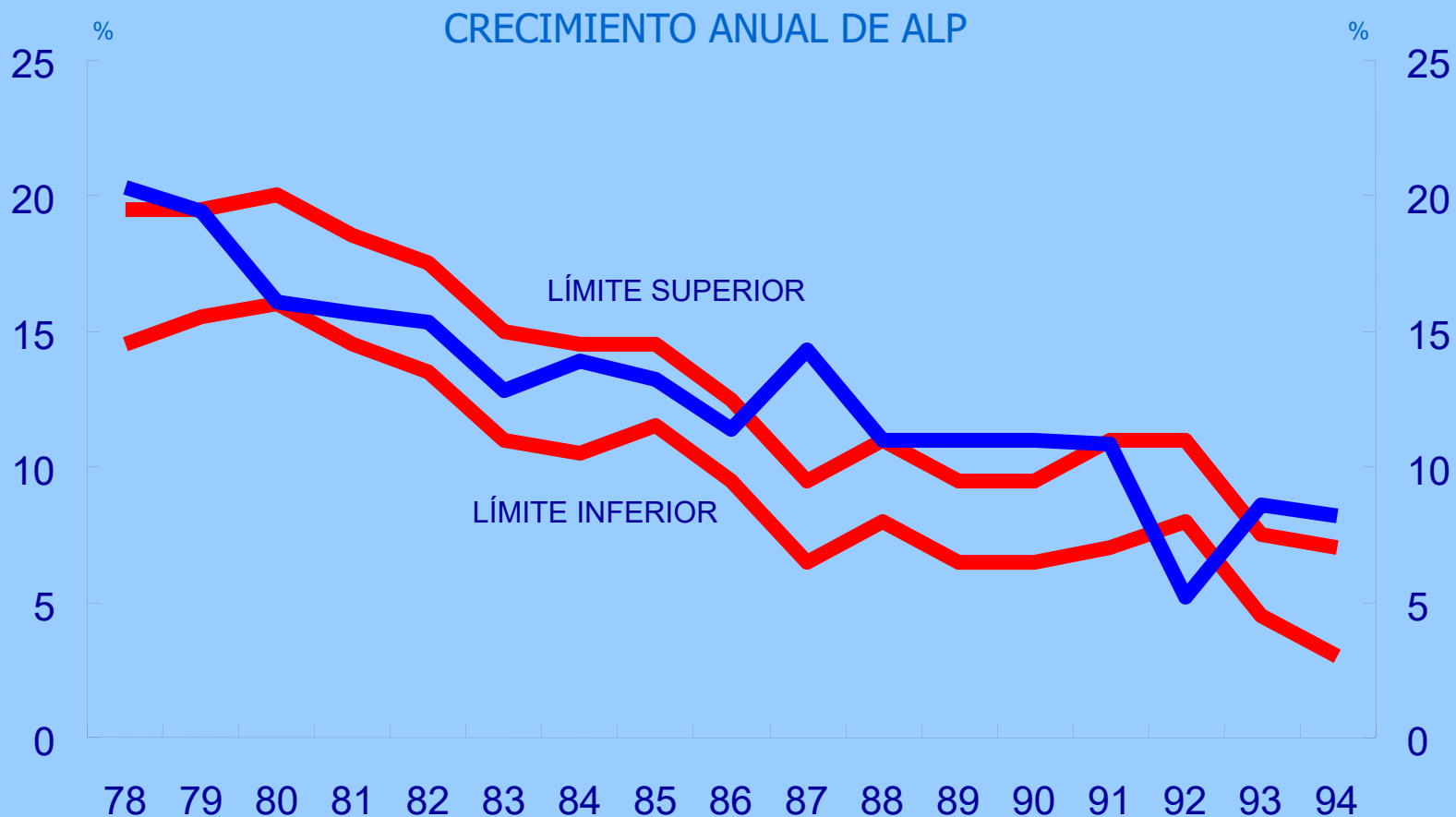


CRECIENTES DIFICULTADES PARA LA ESTRATEGIA DE OBJETIVOS MONETARIOS

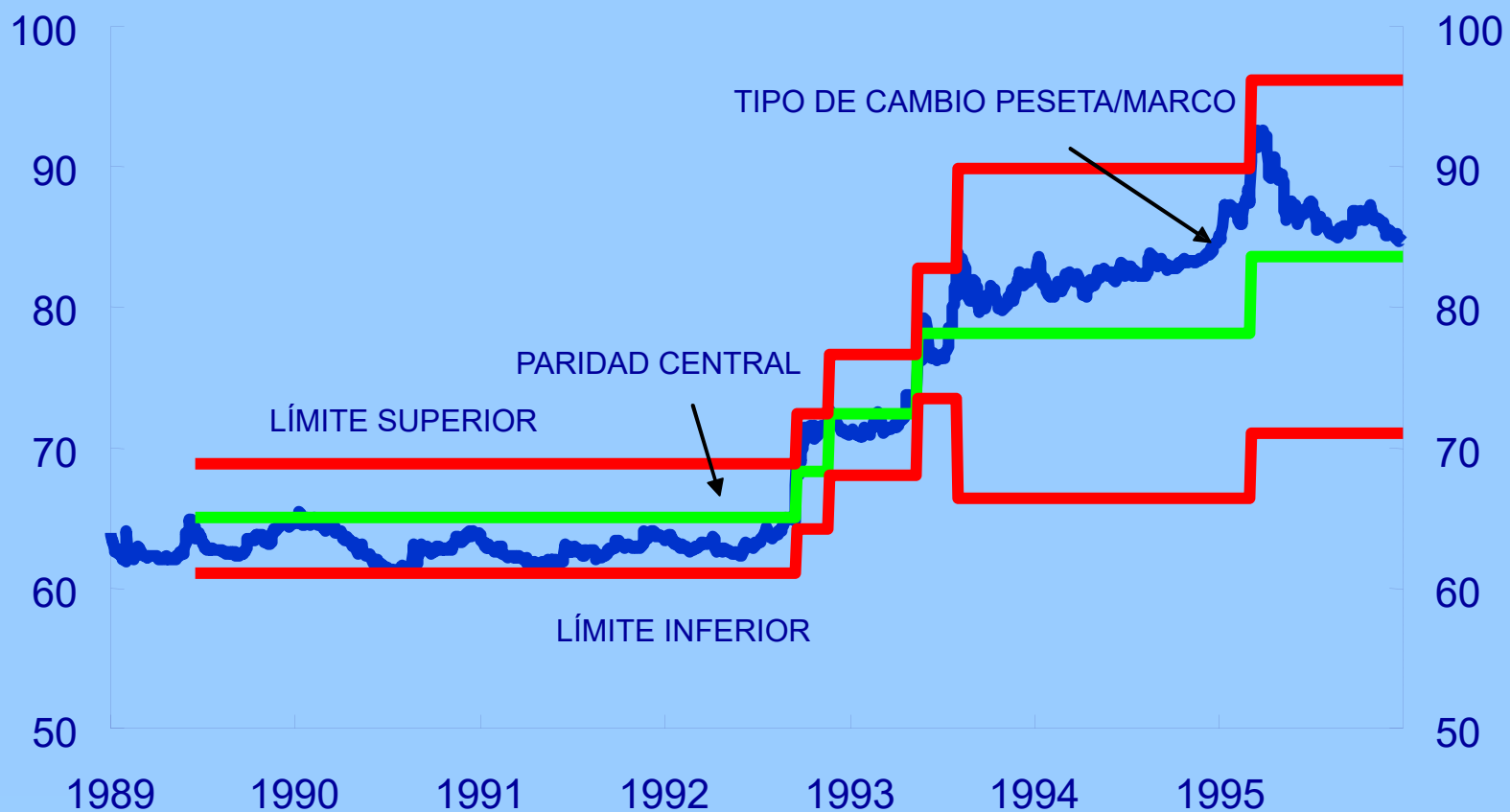
- **Objetivos en forma de banda para el crecimiento de un agregado monetario amplio (ALP = M4) y compromiso cambiario en el SME**
- **La rápida innovación financiera y los intensos movimientos de capital difuminaban los límites entre la definición amplia del dinero y otros activos**
- **Inestabilidad creciente entre el agregado monetario con la inflación y con los tipos de interés de intervención**
- **Financiación monetaria de déficit públicos**
- **Dificultad para esterilizar el efecto de las intervenciones en el mercado de cambios**



DESVIACIONES FRECUENTES DE LOS OBJETIVOS MONETARIOS Y DIFICULTADES CRECIENTES DE INTERPRETACIÓN



INESTABILIDAD CAMBIARIA Y CRISIS DE LA PESETA EN EL SME



PÉRDIDA DEL ANCLAJE NOMINAL DEL TIPO DE CAMBIO

- Devaluaciones del tipo de cambio (4)
- Ampliación de la banda ($\pm 15\%$)
 - Necesaria para reducir los estímulos a la especulación
 - Debilitó la disciplina cambiaria
- Las devaluaciones fueron la sanción de los mercados a políticas domésticas inapropiadas
- Demostraron que la importación de disciplina era ficticia. La estabilidad a corto plazo se usó para impulsar una fuga hacia delante y una expansión no sostenible del gasto. La ganancia de credibilidad no era sostenible
- No obstante, permitió corregir el desajuste de precios relativos (competitividad) y ayudó a restaurar los excedentes empresariales



CAMBIOS EN EL MARCO INSTITUCIONAL

- **Ley de Autonomía del Banco de España en 1994: consenso social sobre la necesidad de reducir la inflación**
- **Mandato de perseguir la estabilidad de precios como objetivo primordial**
- **Total independencia del Banco de España en el diseño, formulación e instrumentación**
- **Capacidad de advertencia sobre los riesgos que plantean las políticas no monetarias**
- **Independencia equilibrada con requisitos de transparencia y rendición de cuentas**
 - **Anuncio de los objetivos**
 - **Información regular al Parlamento**
 - **Informe bianual sobre la inflación**



VENTAJAS Y RIESGOS DE LOS OBJETIVOS DIRECTOS DE INFLACIÓN

- **La ausencia de objetivos intermedios permite**
 - **Más transparencia y visibilidad de los compromisos del banco central**
 - **Más credibilidad, si las decisiones del banco central responden a los movimientos tendenciales de la inflación**
- **Pero tiene riesgos importantes**
 - **La política monetaria afecta a la tendencia de la inflación con retraso: importancia de la política de comunicación**
 - **La inflación es también el resultado de fenómenos que están más allá del alcance de las medidas de la política monetaria**
 - La política fiscal y su financiación
 - La formación de precios y salarios
 - Perturbaciones externas

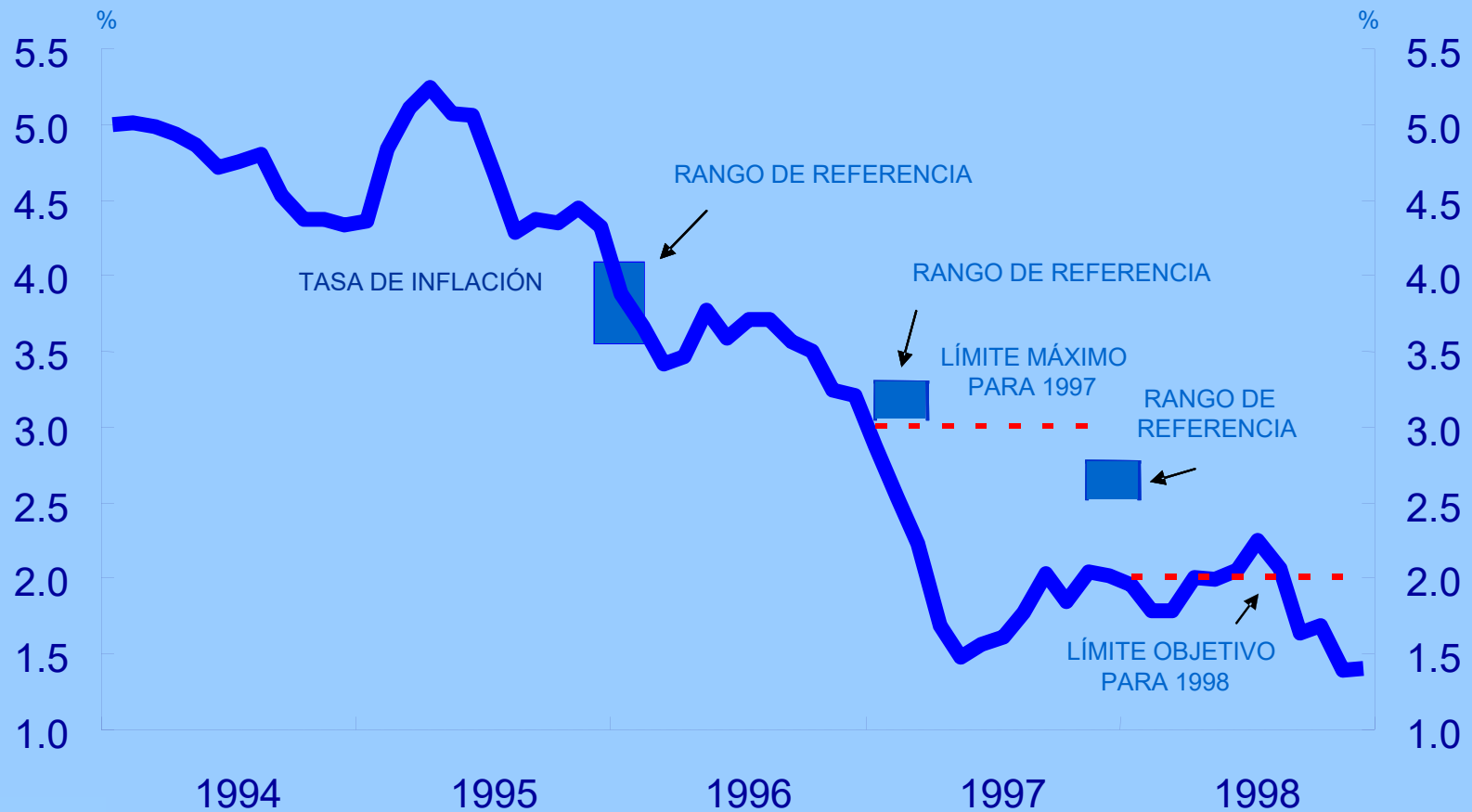


CARACTERÍSTICAS DE LA EXPERIENCIA ESPAÑOLA

- La estabilidad de precios como objetivo a medio plazo
- Gradualismo: referencias a medio plazo, pero no objetivos precisos para horizontes determinados
- Cuando se lanzó, en 1994, la inflación estaba en torno a 4,5%
 - Conseguir por debajo del 3% a lo largo de 1997
 - Conseguir entre 3,5% y 4% en los primeros meses de 1996
- La valoración de la inflación se realizaba según un conjunto amplio de indicadores monetarios financieros y reales
- Pero no se utilizaba la publicación de previsiones:
 - Evitar su interpretación como regla mecánica de reacción a corto plazo
 - Evitar vincular la credibilidad de la estrategia a la capacidad predictiva del Banco de España a corto plazo



COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN Y LOS OBJETIVOS



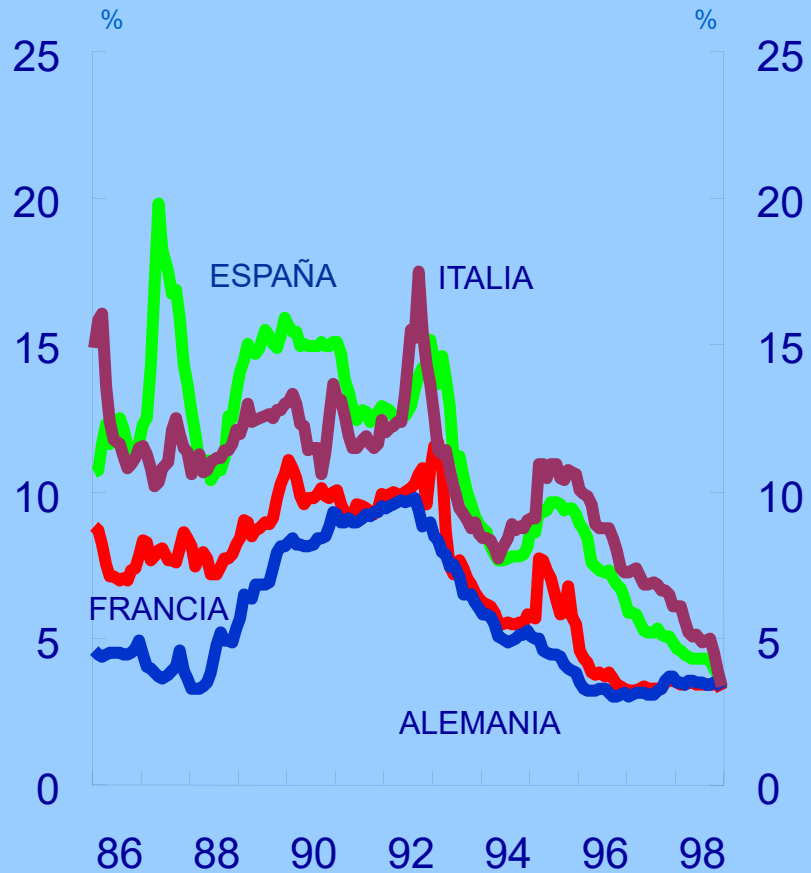
RESULTADOS

- **El éxito se apoyó también en una política fiscal coherente: un ambicioso programa de consolidación presupuestaria que permitió una combinación más equilibrada de políticas**
- **Círculo virtuoso entre la credibilidad de los objetivos de la política monetaria y la moderación salarial.**
- **El tipo de cambio, más alineado con los fundamentos, y más estable gracias a la reducción de la inflación**
- **La banda ancha del SME permitía combatir la especulación**

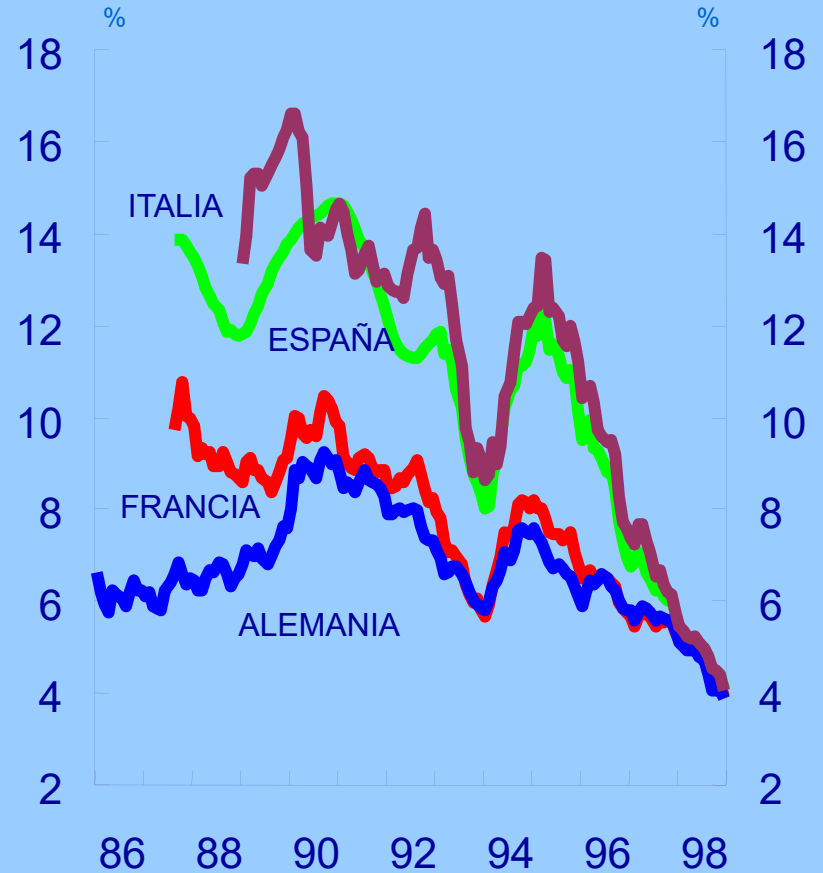


CONVERGENCIA DE OTRAS VARIABLES

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO



TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO



VALORACIÓN DE LA EXPERIENCIA ESPAÑOLA

- **Contribución crucial para reducir las expectativas de inflación y conseguir la convergencia nominal que permitió a España entrar en la UEM desde su fundación**
- **Se asentó en un consenso social sobre el valor de la estabilidad de los precios y en el papel desempeñado por la independencia del Banco de España como valedor de la estabilidad de precios**
- **Sin la contribución de la política fiscal no habría sido posible**
- **El enfoque flexible con el acento en el medio plazo fue crucial para ganar la batalla de la credibilidad**

