

Servicio de Estudios del Banco de España
**La política monetaria y la inflación
en España**

Madrid, Alianza Economía, 1997

JOSÉ GARCÍA SOLANES

Universidad de Murcia

Este libro constituye el gran manual de la nueva política monetaria que se diseña y practica en nuestro país desde el 1 de enero de 1995, seis meses después de que se aprobara la Ley de Autonomía del Banco de España. El cambio de estrategia monetaria merecía un esfuerzo intelectual de esta índole. Los trabajos que aquí se ofrecen son el fruto de investigaciones rigurosas, realizadas por un conjunto de economistas muy cualificados del Servicio de Estudios del Banco de España, y por algunos analistas extranjeros invitados, de gran prestigio internacional.

Según mi punto de vista, las aportaciones de este volumen se pueden agrupar en torno a dos grandes temas: la descripción y fundamentación (teórica y empírica) de la nueva estrategia monetaria, y el análisis del mecanismo de transmisión de los impulsos monetarios en la economía española. Mis comentarios se articulan en torno a esos dos epígrafes.

LA NUEVA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA EN ESPAÑA

En estos momentos, el Banco de España utiliza una estrategia de control *directo* del objetivo final que consiste en una *tasa de inflación moderada* (comprendida entre el 1 y el 2 por ciento anual). En las acciones y decisiones diarias, nuestras autoridades se apoyan en un conjunto de reglas y de variables que indican el grado con el que ellas se van acercando a la estabilidad de precios. Pero, ninguna de esas variables, entre las que se incluye el crecimiento de los ALP, constituye un objetivo intermedio como sucedía antes de 1995. A la descripción y valoración de la nueva estrategia se dedican varios capítulos del libro: Juan Ayuso y José Luís Escrivá (capítulo 3) se centran en la evolución que ha experimentado el diseño de la política monetaria en España, mientras que Fernando Gutiérrez analiza, en el capítulo 7, los pros y los contras de las distintas alternativas. Por su parte, Eloísa Ortega y Gabriel Quirós explican con detalle la instrumentación práctica de la nueva política, y la comparan con la que adoptan los restantes países de la Unión Europea (capítulo 13).

Los motivos que han propiciado el cambio de estrategia se encuentran en muchas partes del libro. Sin duda, un paso importante ha sido la idea, que llegó a consolidarse en los años ochenta, de que la estabilidad de precios es muy deseable para un crecimiento sano y sostenible a medio plazo. Especialmente en España, donde en el curso de las últimas décadas, los sesgos inflacionistas han conducido recurrentemente a devaluaciones de la peseta y a recesiones severas. Por eso, en un capítulo inicial del libro, José Viñals fundamenta esta idea repasando, de manera sistemática y muy instructiva, las causas y consecuencias de los procesos inflacionistas. Utilizando el modelo de Barro y Gordon, deduce que para reducir la inflación con los menores costes, procede asignar esa tarea, como objetivo primordial, al banco central (dotándolo con los medios necesarios para lograrlo), en lugar de gestionar la política monetaria de manera totalmente discrecional, o de forma excesivamente reglada.

Las otras razones por las que se ha adoptado la nueva estrategia se encuentran en la pérdida de fundamento o de eficacia del esquema precedente:

El Banco de España ha ido encontrando dificultades crecientes para delimitar sin ambigüedad el concepto mismo de liquidez de la economía, como consecuencia de las innovaciones financieras y de la liberalización total de los movimientos internacionales de capitales. Lo que pasó en dos de los años que precedieron al cambio es muy ilustrativo: mientras que en 1992 el agregado ALP creció bastante menos que el valor previsto, en 1993 se expansionó mucho más de lo que cabía esperar de sus determinantes.

La liberalización de los flujos internacionales de capitales y la apertura del sistema financiero generaron una alta inestabilidad en la función de demanda de ALP que, de acuerdo con las estimaciones de Juan Luís Vega presentadas en el capítulo 3, sólo podía atemperarse introduciendo un determinante no controlable en absoluto por el Banco de España, como es el tipo de interés extranjero.

En los últimos años se han superado o atenuado muchas de las dificultades técnicas que presentaba la estrategia de control directo de la inflación. Las previsiones de la tasa de inflación son ahora de mayor calidad, gracias a los avances en la comprensión del mecanismo de transmisión de los impulsos monetarios, y a los nuevos métodos para investigar las expectativas de inflación de los agentes. Esto último hace que la inflación esperada sea una guía muy útil para las acciones diarias de la política monetaria encaminadas al control directo de la inflación.

Finalmente, en el nuevo contexto institucional de autonomía de los bancos centrales, los mecanismos de comunicación con el público son más ágiles y rápidos, y las valoraciones que aquellos hacen de la situación presente y futura de la inflación se publican de manera regular. En consecuencia, la política monetaria se hace más transparente, y los agentes pueden juzgar mejor las acciones de los bancos centrales que, por otra parte, son cada vez menos discrecionales.

Una parte del libro se destina a valorar los resultados macroeconómicos de la nueva estrategia en todo el mundo, en el curso de los pocos años que lleva funcionando. En esta perspectiva, Almeida y Goodhart (capítulo 14) deducen que, si bien no se encuentra una relación biunívoca entre los acusados logros antiinflacionistas (muy generalizados en todos los países occidentales) de los últimos años y la adopción de objetivos directos de inflación, hay indicios de que en los países

con este objetivo la disminución de la inflación se ha conseguido con menores costes en términos de desempleo, gracias a la recuperación de la credibilidad antiinflacionista que habían perdido sus respectivos bancos centrales en las estrategias anteriores. De todos modos, estos autores resaltan que la evidencia que hemos acumulado hasta ahora es todavía insuficiente para sacar conclusiones definitivas en este aspecto.

En un trabajo posterior a la publicación de este libro, Fernando Gutiérrez (1998) explica por qué se han logrado efectos antiinflacionistas cuantitativamente similares con estrategias monetarias distintas. Por una parte, la gran interrelación comercial y financiera que se ha alcanzado en los últimos años sitúa a cada país, individualmente considerado, frente a influencias e impulsos exteriores comunes, que le obligan a adoptar políticas económicas semejantes. Por otra, todas las estrategias se han hecho más flexibles y, por tanto, *conceptualmente* menos puras. Así, en la estrategia de dos etapas, el seguimiento de los agregados monetarios se ha ido completando con la consideración de otras variables, y el horizonte de control se ha extendido considerablemente. Y en las estrategias de control directo de la inflación, la tasa de crecimiento de algún agregado monetario se ha convertido en un indicador muy importante para prever la evolución de los precios.

Como consecuencia de lo anterior, el esquema de toma de decisiones en política monetaria se ha hecho más ecléctico en todos los países, y la elección entre una estrategia u otra es, en la actualidad, menos relevante que hace unos pocos años.

Estas ideas explican por qué, a la hora de esbozar las líneas fundamentales de la política monetaria que diseñará y ejecutará el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), el Instituto Monetario Europeo (1997a y 1997b) no se haya definido claramente por una estrategia determinada, con efecto de dejar vías abiertas para estrategias mixtas. Más recientemente, el SEBC (1998) se ha situado un poco más al lado de la estrategia de control monetario, al afirmar que aspira a conseguir la estabilidad de precios solamente a medio plazo, y que utilizará un agregado monetario amplio (aparte de otros indicadores) como valor de referencia para juzgar y valorar los desarrollos monetarios corrientes. Obsérvese, sin embargo, que la noción de “valor de referencia” es más débil que la de “objetivo monetario intermedio”. Además, se prevé que el valor de referencia esté siempre al servicio de la estabilidad de precios.

La reducción progresiva de los límites conceptuales y operacionales que existen entre las dos estrategias monetarias también se observa en el terreno *práctico*. En efecto, las estimaciones empíricas demuestran que cada una de las estrategias parece ajustarse a una misma regla de política monetaria que, como no podía ser menos, se deduce de la minimización de una función de pérdidas sociales en términos de las varianzas de la producción y de la inflación. Se trata de la Regla de Taylor, según la cual los bancos centrales ajustan los tipos de interés de intervención como reacción tanto a la separación de la tasa de inflación con respecto al valor objetivo de la misma, como a la variación de la brecha de producción (diferencia entre el PIB corriente y el PIB tendencial o potencial).

En una aportación muy reciente, Jordi Galí (1998) pone en evidencia que las actuaciones monetarias de muchos países, desde mediados de los años ochenta, se

ajustan muy razonablemente bien a la Regla de Taylor. Este hallazgo no es de extrañar cuando hablamos de la Reserva Federal de los Estados Unidos que, aparte de sus preocupaciones por la inflación, ha manifestado en muchas ocasiones sus propósitos estabilizadores de la actividad económica (véase Begg y otros 1997). Pero sorprende cuando nos fijamos en los bancos centrales que solo mencionan la tasa de inflación como objetivo final (directo o no) de la política monetaria, como son los casos, por ejemplo, de Japón, Alemania, Reino Unido y España. Wyplosz (1998) también ha estimado relaciones semejantes para todos los países de la UEM.

Esta evidencia empírica puede utilizarse para inferir que el Banco Central Europeo, virtual continuador de la práctica monetaria del Bundesbank, adoptará un comportamiento semejante a partir del 1 de enero de 1999, y que, dado que la práctica del Banco de España se encuentra en esa misma onda, la política monetaria única que a partir de entonces se aplique no supondrá costes de estabilización importantes para nuestro país, siempre que el ciclo económico español no difiera sustancialmente del ciclo que se registra en las economías centroeuropeas, en especial la alemana.

Una serie de capítulos de este libro abordan los detalles técnicos y los fundamentos teóricos de ciertas facetas prácticas de la política monetaria del Banco de España. Así, en el capítulo 8, Pilar l'Hotellerie-Fallos explica, de manera pedagógica, el instrumental de que dispone el Banco de España para seguir y prever la evolución de los precios, e insiste en la conveniencia de utilizar técnicas estadísticas eclécticas para evitar errores que pueden ser graves. Por su parte, en el capítulo 9, Luís Julián Álvarez y M^a de los Llanos Matea exponen enfoques complementarios para estudiar la evolución de los aspectos más permanentes de la inflación.

En el capítulo 10, Alberto Cabrero Bravo, Jorge Martínez Pagés y María Pérez Jurado estudian el contenido informativo del crecimiento de los agregados monetarios y crediticios con respecto a la evolución del gasto nominal y de los precios a corto plazo. Utilizan tres aproximaciones teóricas: un modelo VAR tri-variante, la identificación de los puntos de giro de la evolución cíclica, tanto de la inflación como de los agregados, y un método de ponderación de los distintos agregados. Llegan a la conclusión de que, como todos estos indicadores no siempre apuntan en la misma dirección, es importante combinarlos adecuadamente y complementarlos con otras variables.

Siguiendo con los esfuerzos por predecir lo más correctamente posible la evolución de los precios, Luís Julián Álvarez, Fernando C. Ballabriga y Javier Jareño Morago (capítulo 12), utilizan la metodología de vectores autorregresivos bayesianos, a efectos de tomar en consideración las interrelaciones de las variables, y consiguen mejoras predictivas con respecto a los métodos que no incorporan ninguna restricción sobre los datos.

En el capítulo 11, Juan Ayuso y Soledad Núñez investigan las propiedades de la curva de rendimientos de los títulos de deuda pública para prever tanto el tono de la política monetaria futura (a través de la evolución de los tipos de interés nominales) como la tasa de inflación. Haciendo uso de la evidencia indirecta de que las primas por plazo y por inflación son pequeñas o, al menos, poco variables, y

de que los tipos de interés reales a medio y largo plazo son relativamente estables, pueden servirse de los tipos *forward* a un mes y a un año para calcular, respectivamente, las expectativas sobre el tipo de intervención del Banco de España y sobre la tasa de inflación. Me parece especialmente relevante e instructivo la aplicación de esta metodología para obtener el cambio de expectativas que inducen determinadas medidas monetarias y cambiarias adoptadas en fechas clave. Por ejemplo, la variación de las expectativas a raíz de cada una de las últimas devaluaciones de la peseta, o como consecuencia de la ampliación de las bandas de fluctuación del mecanismo de intervención del SME.

La única objeción que encuentro en el trabajo de este último capítulo es que los autores no hacen un estudio previo sobre la teoría de estructura temporal que sustenta las curvas de rendimiento analizadas. Porque, en el caso de que se cumpliera la teoría de las expectativas, no hubiera sido necesario recurrir a evidencia indirecta, y dudosamente aplicable aquí, sobre las primas por inflación y por plazo, para explotar el contenido informativo de los tipos *forward*. En un trabajo más reciente, Beyaert, García Solanes y Prats Alentosa (1998) contrastan el cumplimiento del modelo de expectativas, antes de utilizar la información de los tipos *forward* del mercado de depósitos interbancario en una línea semejante a la que se sigue en ese capítulo.

Finalmente, este libro destina algunos de sus capítulos a estudiar la importancia de la colaboración de otras políticas para la efectividad de la política monetaria. En el capítulo 4, María Pérez Jurado centra su atención en la política cambiaria. Desarrolla un modelo para calcular la probabilidad de devaluación de la peseta con respecto al marco alemán, y deducir, así, la medida en que el SME ha servido para fortalecer la credibilidad antiinflacionista en España. Obtiene que la participación en un mecanismo de cambios como este no basta para garantizar cotas de credibilidad superiores. Hace falta, además, resolver los dilemas de política macroeconómica internos e incrementar la coordinación con las políticas económicas de los restantes países del SME.

José Marín y Juan Peñalosa investigan, en el capítulo 5, las implicaciones de la política presupuestaria sobre la política monetaria teniendo en cuenta el marco institucional en el que ambas operan. Se fijan en los condicionantes presupuestarios que históricamente ha tenido que soportar la política monetaria española, y deducen que para que nuestro país se acomode al régimen de política económica europeo, la política presupuestaria todavía debe avanzar notablemente en la consolidación fiscal, y reducir el déficit fiscal que ahora genera.

En relación con este mismo tema, en el capítulo 6, Matthew Canzoneri y Behzad Diba estudian un aspecto que ha sido objeto de controversia en los últimos años, cual es la conveniencia o no de establecer límites de deuda y de déficit públicos, de la clase que contempla el Tratado de Maastricht, para que un banco central pueda ser realmente independiente y consiga la estabilidad de precios. Su conclusión principal es que, para que esto último se cumpla, es necesario que los superávits primarios tiendan a crecer cuando la deuda pública aumenta con demasiada rapidez (régimen de "liderazgo monetario"). Deducen que el criterio de deuda del Tratado puede ser indispensable para la independencia política de los

bancos centrales, mientras que el criterio de déficit es necesario para la independencia funcional de esos organismos.

Algunos trabajos escritos posteriormente a la publicación de este libro, profundizan en este último tema en el marco de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Sin contradecir los resultados generales de Canzoneri y Diba, esos trabajos demuestran que las restricciones fiscales del Tratado de Maastricht y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento no son suficientes para garantizar una combinación adecuada (*policy mix*) de políticas monetaria y fiscal dentro de la UEM. von Hagen (1998), por ejemplo, aboga por la creación de un Consejo de Política Económica en la UEM, que aporte la coordinación necesaria entre las autoridades fiscales nacionales y entre éstas y el Banco Central Europeo, con el objeto de subsanar el sesgo monetario y el déficit de coordinación que se observan en el entramado institucional actual de la UEM.

EL MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LOS IMPULSOS MONETARIOS

El mecanismo de transmisión monetaria ha recuperado actualidad en la década de los noventa, una vez que los nuevos métodos econométricos han demostrado que las medidas de política monetaria producen efectos reales que se mantienen durante varios años. De esa manera, han recuperado actualidad las tesis de Tobin (1969) de que las medidas monetarias generan variaciones en cadena, y generalizadas, de los tipos de rendimiento de todos los mercados de activos, las cuales acaban afectando al gasto de los agentes económicos, a través de múltiples efectos renta-riqueza y de sustitución.

En este libro se examinan con detalle, pero con un enfoque parcial, los principales eslabones de este proceso en España. El análisis del mecanismo en su conjunto puede encontrarse en trabajos previos del Servicio de Estudios del Banco de España, por ejemplo, en Escrivá y Haldane (1994), y Estrada, Sastre y Vega (1994). Una exposición de las corrientes doctrinales sobre este tema, acompañada de una descripción y recopilación de la evidencia empírica en nuestro país, puede encontrarse en García Solanes y Beyaert (1995).

En el capítulo 7, Fernando Gutiérrez hace una valoración general del mecanismo de transmisión, destacando dos aspectos importantes que se han hecho evidentes en los últimos años. El primero, es que recientemente ha aumentado la reacción de la tasa de inflación a las variaciones de los tipos de interés oficiales, como consecuencia de la liberalización y apertura del sistema financiero español, la moderación salarial y la reducción del déficit público. El segundo resalta la importancia creciente del tipo de cambio en la transmisión monetaria.

El capítulo 17, escrito por Ester Gordo y M^a Carmen Sánchez Carretero, abunda en el papel del tipo de cambio en el mecanismo de transmisión. Deducen que las variaciones del tipo de cambio tienen, a corto plazo, efectos significativos tanto sobre la demanda como sobre la oferta agregadas, aunque el conocimiento de las modificaciones del tipo de cambio sobre la formación de precios y salarios es todavía imperfecto.

En el capítulo 15, M^a Teresa Sastre de Miguel analiza el papel de los bancos en el mecanismo de transmisión, haciendo hincapié en el desarrollo del *canal cré-*

dito, propiciado por la sustituibilidad imperfecta entre las distintas partidas de los balances de los bancos, y por las modificaciones del valor presente de la riqueza neta de los agentes, que, a su vez, afectan al valor de los colaterales disponibles en la demanda de financiación.

Ángel Estrada, Ignacio Hernando y Javier Vallés investigan, en el capítulo 16, el impacto de las variaciones de los tipos de interés reales sobre el gasto, siguiendo dos enfoques alternativos: estimando funciones de inversión y de consumo, y construyendo diferentes VAR para los componentes del gasto privado. Demuestran, entre otras cosas, que los efectos de las variaciones de los tipos de interés reales sobre el gasto se concentran en los primeros trimestres después de la medida monetaria.

Ignacio Hernando (capítulo 17) se centra, total y exclusivamente, en el estudio del *canal crédito*. Teniendo en cuenta la importancia que tiene la intermediación bancaria en España, es lógico que la política monetaria genere variaciones del crédito bancario que se derivan no siempre de un cambio en el precio relativo de los mismos, sino de otros aspectos institucionales y de funcionamiento imperfecto de los mercados, tales como la información asimétrica de los agentes, el valor de los colaterales, el tamaño y la estructura financiera de las empresas, la capacidad de negociación de las mismas, etc. Hernando constata que, aunque es difícil delimitar la magnitud del canal crédito en nuestro país, las medidas monetarias restrictivas afectan a la estructura financiera de las empresas y a la emisión de pagarés de estos entes.

El estudio que hace Juan María Peñalosa, acerca de la influencia de la posición financiera de los agentes en la efectividad de la política monetaria (capítulo 18), continúa la línea del trabajo anterior. La influencia se transmite a través de los efectos renta y riqueza y del canal crédito. Peñalosa introduce varios aspectos de la posición financiera, tales como los plazos de los saldos financieros, la riqueza financiera neta, el grado de intermediación bancaria, etc., para demostrar que, en España, y en líneas generales, esa variable favorece la transmisión de los impulsos monetarios, bien es cierto que con diferencias importantes entre los distintos sectores económicos.

Finalmente, en el último capítulo del libro, Javier Andrés, Ricardo Mestre y Javier Vallés elaboran un modelo macroeconómico agregado para examinar las características del mecanismo de transmisión y las estrategias de desinflación en nuestro país. El estudio confirma la importancia del papel de la competitividad y de las expectativas sobre la evolución futura de los precios de los activos.

Me gustaría terminar mi valoración positiva de este trabajo con tres comentarios. En primer lugar, de los resultados generales de la mayoría de las investigaciones que aquí se presentan se desprende que la transmisión de los impulsos de la política monetaria se ha hecho más fluida, rápida y directa en los últimos años, como consecuencia de las importantes transformaciones institucionales que ha experimentado el sistema financiero español, y de la mayor estabilidad y previsibilidad con la que se comportan nuestras autoridades monetarias. En segundo lugar, aunque el libro se ocupa extensamente de los impulsos que tienen origen monetario, no hay que perder de vista que los factores de carácter real, como por ejemplo la variación del gasto público, también imprimen modificaciones de las variables

de los mercados monetarios y financieros, que se transmiten posteriormente a los restantes mercados.

En tercer lugar, en todos los trabajos se demuestra o se trabaja con la idea de que, a largo plazo, la política monetaria es neutral: la cantidad demandada de bienes y servicios vuelve a su valor inicial en un horizonte de, aproximadamente, cinco años. Esto revela que en la economía española la curva de oferta agregada tiene pendiente positiva a corto plazo, pero es vertical cuando ha transcurrido un cierto número de años. Es un resultado que, desde luego, complace la Banco de España y, sobre todo, a los teóricos modernos que respaldan la utilización de medidas monetarias y fiscales para regular la actividad económica a corto plazo.



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Begg, D, Giavazzi, F. y Wyplosz, C. (1997): "Options for the future exchange rate policy of the EMU", CEPR Occasional Paper 17, Londres.
- Beyaert, A., García Solanes, J. y Prats Albentosa, M.^a A. (1998): "La política monetaria y la estructura de tipos en el mercado interbancario español", Segundo Foro de Finanzas; 5 a 7 de julio. Segovia.
- Galí, J. (1998): "La política monetaria europea y sus posibles repercusiones sobre la economía española". Encuentro Internacional "El Euro y sus Repercusiones sobre la Economía Española", Fundación BBV, San Sebastián, 26-27 de noviembre.
- García Solanes, J. y Beyaert, A. (1998): "Intermediación financiera y transmisión de efectos de las políticas macroeconómicas", en *La economía española en un escenario abierto*, págs. 247-312. Fundación Argentaria y Visor distribuciones. Madrid.
- Gutiérrez Junquera, F. (1998): "La política monetaria del euro", Grandes cuestiones de la Economía, n.º 22. Fundación Argentaria.
- Instituto Monetario Europeo (1997a): "La política monetaria única en la Tercera Etapa. Documentación General y procedimientos de política monetaria del SEBC, Septiembre. Frankfurt.
- Instituto Monetario Europeo (1997b): "La política monetaria única en la Tercera Etapa. Elementos de la estrategia de política monetaria del SEBC, Febrero. Frankfurt.
- Escrivá, J.L. y Haldane, A.G. (1994): "The interest rate transmission mechanism: sectorial estimates for Spain", Documento de Trabajo, n.º 9414, Banco de España, Servicio de Estudios.
- Estrada García, A. Sastre de Miguel, M.^a T. y Vega Croissier, J. L. (1994): "El mecanismo de transmisión de los tipos de interés: el caso español", Documento de Trabajo, n.º 9408, Banco de España, Servicio de Estudios.
- SEBC (1998): "The President's Introductory Statement", ECB Press Conference, 13 octubre.
- Tobin, J. (1969): "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 2 (3), págs. 321-347.
- Von Hagen, J. (1998): "EMU: Political economic issues and challenges", XI Simposio de Moneda y Crédito, 3 y 4 de noviembre. Fundación Central Hispano. Madrid.
- Wyplosz, C (1998): "EMU: Economic issues and challenges", XI Simposio de Moneda y Crédito, 3 y 4 de noviembre. Fundación Central Hispano. Madrid.