

«Control Monetario Dentro de la UEM: ¿Centralización o Descentralización?»

El objetivo del trabajo es analizar el proceso de la articulación de la política monetaria en un contexto de integración monetaria como el propuesto por el Tratado de Maastricht. Para ello examinaremos como queda diseñado en el marco del tratado el organigrama monetario una vez alcanzada la tercera fase hacia la Unión Económica y Monetaria. En particular analizaremos las ventajas y desventajas derivadas de la descentralización de funciones monetarias entre el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales dentro del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Lan honen helburua, Maastrich-eko Itunak proposatzen duen moneta-batasuna bezalako testuinguruan moneta-politikak duen artikulazio-prozesua aztertzean datza. Eta horretarako, Itunaren markoan bertan diseinatzen den bezala, moneta-organigrama behin Ekonomi eta Moneta-Batasunerako hirugarren fasea iritsi ondoren nola geratzen den aztertuko dugu. Eta partikularzki, Europako Banku Zentralen Sistemaren barnean Europako Banku Zentralaren eta Estatuetakoko banku zentralen arteko moneta-funtzioen deszentralizaziotik eratorritako abantaila eta desabantailak aztertuko ditugu.

This paper analyses how the monetary policy process may be implemented in a monetary cooperation context such as the Maastricht Treat proposed. We will examine how the Maastricht Treat designs the structure of the European Central Bank System during the third stage through the Economic and Monetary Union. Particularly, we will analyse the advantages and disadvantages of decentralising the monetary policy between the European Central Bank and the national banks inside the European System of Central Banks.

1. **Introducción**
2. **El Proceso de Articulación de la Política Monetaria**
3. **El Marco Legislativo para la Articulación de la Política Monetaria Dentro de la UEM**
4. **¿Centralización o Descentralización? A la Búsqueda del Organigrama Óptimo para el SEBC.**

Referencias Bibliográficas

Palabras clave: Unión monetaria, política monetaria.
Nº de clasificación JEL: F33, F36, G15

1. INTRODUCCIÓN

Recientemente hemos podido comprobar que el interés de los economistas por analizar los efectos de la coordinación de políticas monetarias de distintos países ha aumentado de forma sustancial (1).

Una de las razones que ha podido contribuir a potenciar este interés es el proceso de integración monetaria que se está desarrollando actualmente en Europa.

El proceso de integración europea se remonta a los orígenes del Tratado de Roma donde se crea la Comunidad Económica Europea (CEE). Sin embargo, la idea de la integración monetaria total entre los distintos países miembros de la comunidad no aparece reflejada

(*) Agradezco la ayuda financiera recibida a través de los proyectos de Investigación UPV 035.321-HA086/93 y DGICYT PB92-0453.

(1) Ver entre otros Oudiz y Sachs (1985), Miller y Salmon (1990), Canzoneri y Henderson (1991), Ghosh y Mason (1991) y McKibbin y Sachs (1991).

oficialmente hasta la presentación del Plan Delors en la Cumbre Europea celebrada en Madrid en junio de 1989. En este informe se analizan los prerequisites que deben darse en los estados miembros para que la creación de una unión monetaria entre los países europeos sea exitosa. También se examinan las consecuencias de dicha unión y se sugiere que el proyecto integrador debe desarrollarse de forma escalonada siguiendo las siguientes etapas:

- En una primera fase, los países miembros de la CEE deberán liberalizar los movimientos de capitales hasta conseguir un único mercado de capitales. Además, durante esta etapa, los países miembros deberán de poner en marcha políticas económicas orientadas a la reducción de las diferencias existentes entre los distintos países.
- La segunda etapa se considera una fase de transición. Durante este

periodo se establecerán las bases del futuro Banco Central Europeo (BCE), pero todavía los bancos nacionales de los países miembros mantendrán una cierta autonomía monetaria.

- Durante la tercera fase se transferirán definitivamente las decisiones de política monetaria al BCE. Esta fase culminará con la sustitución de las distintas monedas nacionales por una moneda común.

Como resultado de la cumbre de Madrid se crea la Unión Económica y Monetaria (UEM). Sin embargo, la UEM no queda regulada hasta la firma del Tratado de la Unión Europea (TUE) durante la cumbre celebrada por el Consejo Europeo en Maastricht en diciembre de 1991. El Capítulo VI del TUE sienta las bases para el funcionamiento de la UEM y ofrece un tratamiento diferenciado para la Unión Económica y la Unión Monetaria. Mientras que la Unión Económica se basa en la estrecha coordinación de las políticas económicas de los estados miembros y en el principio de subsidiariedad, la Unión Monetaria supone la creación de una nueva organización monetaria, el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), que será la encargada de la articulación de una única política monetaria para la Comunidad. El TUE mantiene las tres fases propuestas en el Plan Delors para la creación de la UEM pero con un calendario concreto y flexible. En estos momentos nos encontramos en la etapa de transición que ha dado comienzo el pasado 1 de enero y la tercera fase debe de comenzar en algún momento entre 1997 y 1999.

En contra de la propuesta del Plan Delors, el TUE pospone la creación del BCE hasta la tercera fase de la UEM. Como contrapartida el TUE establece la

creación del Instituto Monetario Europeo (IME) durante la fase de transición con objeto de realizar los trabajos preparatorios necesarios para la aplicación de una política monetaria única en la tercera fase. Este organismo desaparecerá una vez empieza la tercera fase hacia la UEM y se cree el BCE (2).

El objetivo de este trabajo es analizar el proceso de articulación de la política monetaria en un contexto de integración monetaria como el propuesto por el TUE. Para ello analizaremos como queda diseñado en el marco del TUE, el organigrama monetario una vez que se haya alcanzado la tercera fase del proyecto integrador hacia la UEM. En particular estudiaremos las funciones monetarias reservadas al BCE y a los bancos centrales nacionales dentro del SEBC. Veremos como el TUE señala al BCE como el organismo encargado del diseño de la política monetaria comunitaria pero dejando la posibilidad de que éste delegue alguna de sus funciones monetarias en los bancos centrales nacionales. Esto posibilita que el SEBC pueda ser estructurado de distintas formas en función del grado de descentralización de funciones entre el BCE y los bancos centrales nacionales. Examinaremos las ventajas y desventajas derivadas de la descentralización a través del análisis de dos esquemas organizativos extremos.

El resto del artículo se organiza de la siguiente forma: En la Sección 2 se describe el proceso de toma de decisiones de política monetaria en el contexto de cualquier economía. La Sección 3 analiza el diseño monetario propuesto en el TUE para la instrumentalización de la política

(2) La redacción de esta parte del Tratado recoge las posiciones de Alemania, que apoyado por otros países como Gran Bretaña, presionó para limitar las funciones del IME.

monetaria durante la tercera fase del proceso integrador hacia la UEM. Finalmente en la Sección 4 se examinan las ventajas y desventajas de la descentralización de las funciones monetarias entre el BCE y los bancos centrales nacionales.

2. EL PROCESO DE ARTICULACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

La política monetaria de un país debe encuadrarse dentro del proceso que determina la toma de decisiones económicas. En general, podemos diferenciar dos niveles de actuación:

- En un primer nivel, las autoridades económicas del país determinan cuáles son los *objetivos finales* que se desean obtener. Estos suelen ser definidos en términos de ciertas variables agregadas de la economía como pueden ser el crecimiento de la producción del país y/o el nivel de la inflación. Esta decisión va a mostrar las preferencias que las autoridades económicas en el cargo tengan con respecto a uno u otro objetivo.
- Definidos los objetivos últimos, las autoridades monetarias del país instrumentalizarán la política monetaria con el objeto de alcanzarlos.

En términos generales, podemos identificar las decisiones tomadas en el primer nivel con decisiones políticas del Gobierno mientras que las tomadas en el segundo nivel son decisiones económicas hechas por el Banco Central. Ambos niveles no pueden considerarse de forma aislada ya que, en mayor o menor medida, el Gobierno suele ser el encargado de elegir al representante del banco central. Existe una amplia literatura

económica que trata de modelar la toma de decisiones en ambos niveles de forma simultánea (3). Sin embargo dado que el propósito de este artículo es analizar la importancia de la centralización o descentralización de las decisiones económicas dentro de la UEM, no creemos conveniente tomar este marco de referencia (4). Por el contrario, consideraremos que cada país está representado por un gobierno que ya tiene definidos los objetivos últimos del primer nivel de decisiones.

Una vez determinados los objetivos que las autoridades económicas desean alcanzar, serán las autoridades monetarias competentes las encargadas de poner en marcha el proceso monetario. En el caso español, la autoridad monetaria competente es el Ministerio de Economía y Hacienda, siendo el Banco de España el organismo ejecutor de la política monetaria. Dentro del proceso de articulación de la política monetaria también podemos diferenciar dos etapas:

- En una primera fase, el organismo ejecutor debe decidir cuáles son los instrumentos monetarios más adecuados y en qué medida deben utilizarse de forma que los objetivos finales sean alcanzados. Esta etapa es la que da lugar a los llamados *objetivos intermedios* de la política monetaria, que suelen definirse en

(3) Ver entre otros Alesina (1987), Rogoff y Sibert (1988), Alesina y Cukierman (1990) y Alesina y Grilli (1992).

(4) Sin embargo, no deberíamos olvidar este marco de referencia para analizar cuestiones tan importantes como ¿quién y cómo deben designarse los miembros del Consejo del futuro BCE?, ¿cada cuánto tiempo deben ser cambiados los miembros del mismo? o ¿qué grado de Independencia debe tener el Banco Central respecto a las autoridades políticas de los estados miembros de la UEM?

términos de cantidad de dinero, tipos de interés o crédito del sector bancario.

- En una segunda etapa, y siempre y cuando los objetivos monetarios intermedios no sean variables directamente controlables por las autoridades monetarias, éstas deberán determinar qué instrumentos monetarios garantizan en mejor medida la obtención de los objetivos intermedios proyectados en la etapa anterior.

En general, los objetivos últimos son variables económicas tales como el nivel de desempleo, la inflación o la balanza de pagos, cuyo comportamiento es importante "per se". Por el contrario, los objetivos monetarios intermedios son variables que nos interesan en tanto en cuanto presentan una relación estrecha con los objetivos últimos y a la vez, son variables fácilmente controlables por las autoridades monetarias. El problema aparece cuando los bancos centrales encuentran posibles objetivos intermedios que pueden ser controlados directamente por ellos pero sin embargo muestran escasa relación con los objetivos últimos, o por el contrario, objetivos intermedios que están estrechamente relacionados con los objetivos últimos pero que no son directamente controlables por ellos. Cuanto mejor sea el conocimiento que el banco central tenga sobre el tipo de relaciones que existen entre los objetivos últimos e intermedios, más fácil será alcanzar los objetivos últimos fijados a priori. Por tanto, en la toma de decisiones de la primera etapa del proceso monetario juega un papel importante la modelización y contrastación de estas relaciones.

La tasa de crecimiento de la oferta monetaria y los tipos de interés son los mejores candidatos a ser considerados objetivos intermedios. Es bien conocido

que ambas variables no pueden ser controladas simultáneamente y sería decisión de las autoridades monetarias determinar cuál de ellas es la más adecuada. Existe una extensa literatura acerca de la precisión de estas variables como objetivos intermedios (5). No entraremos en la discusión en este artículo, aunque si queremos dejar claro el papel de la elección de los objetivos intermedios dentro del proceso monetario. En general, nos referiremos a la oferta monetaria, en sus distintas variantes, como el objetivo intermedio seleccionado por el banco central.

Una vez que el banco central ha decidido utilizar alguno de los agregados monetarios como objetivo intermedio, comienza la segunda etapa del proceso monetario. Las autoridades monetarias deben decidir cuál es el instrumento que mejor controla el objetivo intermedio. De nuevo podemos señalar que el instrumento ideal será aquél que siendo fácilmente controlable por las autoridades monetarias, además presente un fuerte vínculo con la variable que represente al objetivo intermedio. También en esta segunda etapa podemos decir que cuanto mayor sea el conocimiento que el banco central tiene sobre el tipo de relaciones que existen entre los objetivos intermedios y las variables instrumentales, más fácil le será alcanzar los objetivos intermedios determinados en la primera etapa.

La base monetaria, definida como la suma de las reservas que el sistema bancario mantiene en el banco central y

(5) El tema de la elección entre variables "cantidad" (agregados monetarios) y variables "precios" (tipos de interés) como objetivos intermedios, fue introducido en la literatura por Poole (1970). McCallum (1985), entre otros, muestra algunos aspectos críticos sobre la elección de los agregados monetarios como objetivos intermedios. Turnovsky y Vasco D'Orey (1989) extienden el análisis de la elección de los objetivos intermedios a economías abiertas.

el efectivo en manos del público, o los activos de caja del sector bancario son las variables que normalmente se utilizan como instrumentos de la política monetaria por ser éstas fácilmente controlables por el Banco Central (6). Supongamos que, por ejemplo, el banco central decidiera utilizar la base monetaria como instrumento para controlar la oferta monetaria. En este caso la relación entre ambas variables vendría dada a través del *multiplicador monetario* de la economía, que puede ser definido como el ratio entre la oferta monetaria y la base monetaria (7). Por tanto cuanto mejor fuera la predicción que el banco central pudiera hacer sobre el comportamiento futuro del multiplicador monetario, más eficazmente podría ser controlada la oferta monetaria a través de la base monetaria.

En esta segunda etapa del control monetario, no sólo se decide qué instrumentos monetarios se utilizarán para alcanzar los objetivos intermedios, sino que también hay que decidir cuál es la mejor forma operativa de ejecutar estos instrumentos. Así por ejemplo, si el banco central decide usar la base monetaria como instrumento para controlar la oferta monetaria, tendrá que decidir también de qué forma va a operar en el mercado para producir los movimientos necesarios en la base monetaria. Las operaciones que habitualmente utilizan los bancos centrales para modificar la base monetaria son las llamadas operaciones de mercado abierto, que consisten en la

compra (o venta) por parte del banco central de títulos públicos. Sin embargo, el banco central también puede cambiar la base monetaria variando el coeficiente de caja que indica el nivel mínimo que obligatoriamente el sistema bancario debe de mantener como depósitos en el banco central; alternatively, puede modificar la tasa de descuento que es el tipo de interés que el banco central cobra al sistema bancario cuando actúa como prestamista.

En el Gráfico n.º 1 podemos observar las relaciones existentes entre las distintas variables que intervienen en el proceso monetario. Este esquema puede servirnos para describir el proceso monetario de cualquier país con soberanía monetaria. Sin embargo, también podríamos pensar en este esquema para describir el proceso monetario de la futura UEM. En este escenario, las autoridades políticas representantes de la UEM fijarían los objetivos últimos y el BCE sería el encargado de determinar los objetivos intermedios y los instrumentos con el propósito de alcanzar los objetivos últimos. Obsérvese que tal como se ha planteado el proceso de toma de decisiones, no habría cabida para los bancos nacionales dentro del esquema. En los siguientes apartados, vamos a plantear la posibilidad de que en este contexto de cooperación monetaria, se pudieran descentralizar la toma de decisiones entre los distintos bancos centrales nacionales.

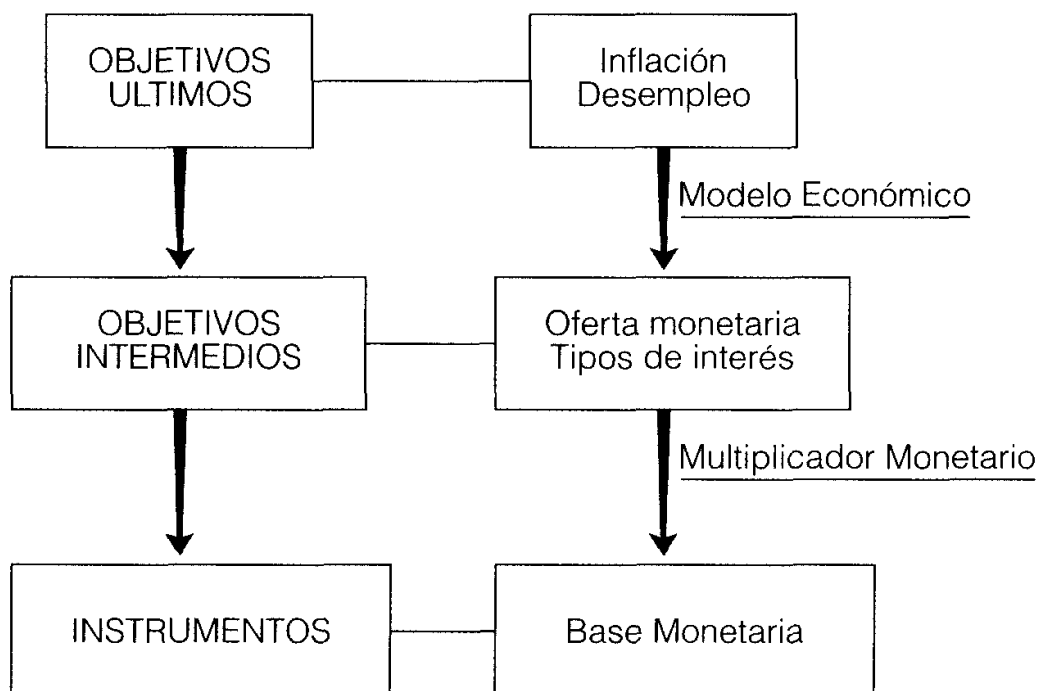
3. EL MARCO LEGISLATIVO PARA LA ARTICULACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DENTRO DE LA UEM

Analizado el proceso de toma de decisiones monetarias, trataremos de racionalizarlo dentro de un contexto de

(6) Cuando las autoridades monetarias tienen evidencia a favor de la estabilidad de la demanda de dinero, el tipo de interés puede ofrecer mejores resultados a la hora de controlar agregados monetarios.

(7) En tanto que podemos tomar diferentes definiciones de la oferta monetaria (M_1 , M_2 y ALP), también podemos hablar de diferentes multiplicadores monetarios; pero no es necesario explicitar la diferencia para seguir los argumentos presentados en este artículo.

Gráfico n.º 1: **Proceso monetario**



coordinación monetaria entre distintos países. Concretamente centraremos nuestra atención en una situación donde los estados miembros de la CE estén totalmente integrados desde el punto de vista monetario y, por tanto, la UEM esté plenamente consolidada (Fase III del Plan Delors).

Según el TUE, aprobado en la reunión del Consejo Europeo celebrada en Maastricht en diciembre de 1991 y ratificado por los estados miembros durante 1992 y 1993, el paso hacia la fase final de la UEM será decidido en algún momento entre el 1 de enero de 1997 y el 1 de enero de 1999 (8). Sin embargo, el

(8) Según el artículo 109 J del TUE, esta decisión será tomada por el Consejo de Europa por mayoría cualificada y siempre teniendo en cuenta que solamente aquellos estados miembros que satisfagan los criterios acerca de tasas de inflación, permanencia en el Sistema Monetario Europeo (SME), déficit presupuestario y tipos de interés expresados en el párrafo 1 de dicho artículo acabarán integrando la UEM.

resultado negativo del primer referéndum danés, el escaso margen a favor de la UEM obtenido en el referéndum francés y las tormentas monetarias sufridas por el SME durante 1992 y 1993 ponen en duda el calendario propuesto en Maastricht.

A pesar de esta incertidumbre sobre la fecha de inicio de la tercera fase de la UEM, parece que no se cuestiona la estructura monetaria de la tercera fase propuesta por el TUE. De acuerdo con el artículo 106, el SEBC será la nueva estructura monetaria y estará formado por el BCE y los actuales bancos nacionales de los estados miembros. La definición y ejecución de la política monetaria de la Comunidad es una de las funciones que se realizará a través del SEBC (Artículo 105, párrafo 2). El escenario monetario queda complementado con el uso del ecu como única moneda dentro de la Comunidad que substituirá a las actuales

monedas de los estados miembros (Artículo 109 L, párrafo 4).

Desde el punto de vista de los objetivos de política monetaria, el TUE en su artículo 105, señala que SEBC ayudará a la consecución de los objetivos propuestos por las autoridades políticas de la Comunidad pero, sin olvidar que el mantenimiento de la estabilidad de los precios es su principal objetivo. El tratado elude dar una definición clara y concisa del término estabilidad de precios; de esta forma se deja en manos de las autoridades cierta flexibilidad a la hora de determinar los objetivos últimos de la política monetaria. Así, dependiendo del tipo de preferencias que los órganos rectores del BCE tengan acerca de los niveles óptimos de inflación, se podrán diseñar políticas destinadas a mantener un nivel de inflación del 3% o del 1%, sin perjuicio de violar el Tratado. Goodhart (1993) señala que esta forma de introducir flexibilidad en la determinación de los objetivos últimos de política monetaria no es la más adecuada. Basándose en la legislación que regula a la Reserva Federal de Nueva Zelanda, Goodhart sugiere, en primer lugar, que el TUE debería de especificar de forma cuantitativa el nivel de inflación objetivo a alcanzar por las autoridades monetarias. En segundo lugar, con objeto de introducir cierta flexibilidad, Goodhart aboga por otorgar a las autoridades políticas la posibilidad de que puedan revisar este objetivo a través del Parlamento Europeo. Desde mi punto de vista, la actual redacción del TUE deja suficiente flexibilidad a la política monetaria pero además hace que el proceso operativo sea rápido y eficiente.

El TUE también plantea la cuestión de la independencia del SEBC respecto a las autoridades políticas. De acuerdo con el artículo 107, ni el BCE, ni los bancos centrales, ni ninguno de los miembros de

sus órganos rectores podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones comunitarias ni de los Gobiernos de los estados miembros. Una lectura estricta de este artículo nos permitiría afirmar que, estatutariamente, el control de la inflación será el objetivo último del proceso monetario en el contexto de la UEM y que las autoridades monetarias europeas no estarán, en ningún caso, influenciadas por las autoridades políticas. Esta interpretación estricta estaría apoyada por los resultados teóricos y empíricos de Rogoff (1985), Lohmann (1992) y Alesina y Summers (1993) que mantienen la necesidad de la independencia de los bancos centrales con respecto a las autoridades políticas con el objeto de obtener tasas de inflación menores (9). Recientemente Alesina y Grilli (1992) han demostrado que en una situación donde los estados miembros de la Comunidad hayan conseguido la integración política total, los representantes legislativos de la "nación europea" tendrán incentivos a mantener un banco central independiente y a nombrar como gobernador del mismo a alguien que muestre un interés por la reducción de la inflación mayor que el votante medio europeo.

Sin embargo, el TUE no dice explícitamente nada sobre como debe ser diseñada la política monetaria de forma que el objetivo último de estabilidad de precios se alcance. La única referencia directa a la articulación de la política monetaria se hace en artículo 105 A, especificándose que será el BCE la institución que ostente el derecho exclusivo a autorizar la emisión de billetes en la Comunidad aunque tanto el propio BCE como los bancos centrales nacionales podrán encargarse de la emisión de los mismos. Aparte de esta

(9) Excelentes aproximaciones al tema de la credibilidad e independencia de los bancos centrales pueden encontrarse en las obras de Persson y Tabellini (1990) y Cukierman (1992).

referencia directa, el TUE señala directrices adicionales sobre el diseño de la política monetaria en el Estatuto del SEBC y del BCE que aparecen en el III Protocolo del Tratado (10). Así en el artículo 12, párrafo 1, se señala que será el Consejo de Gobierno del BCE el encargado de formular la política monetaria de la Comunidad, mientras que la ejecución de la misma correrá a cargo del Consejo Ejecutivo del BCE, añadiéndose a continuación que el BCE recurrirá a los bancos centrales nacionales, en la medida que se estime posible y oportuno, para ejecutar las operaciones que correspondan a las funciones del SEBC. Por tanto, parece incuestionable que es el BCE el organismo encargado de la política monetaria europea. Sin embargo, también parece claro que se deja la posibilidad de descentralizar, en la medida que el BCE lo estime oportuno, la instrumentalización de la misma. Esto significa que en este contexto legislativo se admiten esquemas organizativos con distinto grado de descentralización de la política monetaria europea (11).

Respecto al primer nivel del proceso monetario, lo más reseñable es que según el Estatuto del SEBC y del BCE, el Consejo de Gobierno del BCE será el organismo encargado de determinar los objetivos monetarios intermedios (Artículo 12, párrafo 1). Sin embargo, ni el TUE, ni el Estatuto del BCE marcan directriz alguna con respecto a que tipo de variable intermedia será la adecuada para conseguir la estabilidad de los precios

(10) La diferencia entre la parte principal del Tratado y los protocolos, que aparecen como apéndices de aquél, es que algunos artículos de estos últimos pueden ser modificados por el Consejo de Europa, no ocurriendo lo mismo con la parte principal del Tratado.

(11) Esta cuestión será analizada en la sección siguiente.

una vez que la UEM esté consolidada. Todas las consideraciones que hemos puesto de manifiesto al describir el proceso monetario en la sección anterior aplican al respecto. Sin embargo, en este contexto cabe plantearse algunas reflexiones adicionales. En primer lugar debemos tener en cuenta que en el momento actual los estados miembros de la Comunidad están utilizando diferentes variables como objetivos intermedios, por tanto parece conveniente que durante la actual fase de transición hacia la UEM se intenten homogeneizar las políticas monetarias al menos en estos términos (12). Por otra parte, incluso en el caso en el que el BCE decidiese utilizar los agregados monetarios (frente a los tipos de interés) para estabilizar el nivel de precios en la Comunidad, cabría preguntarse: ¿cómo debería definirse la oferta monetaria europea?, ¿sería adecuado considerar simplemente la suma de las ofertas monetarias de los distintos estados?, ¿tendría éste agregado la suficiente vinculación con el nivel de precios comunitario?. Todas estas cuestiones están por resolverse, tanto desde el punto de vista teórico como empírico; en estos momentos solamente encontramos argumentos a favor y en contra del uso de una u otra variable intermedia; así por ejemplo, Willms (1992) se muestra favorable a la utilización de la estructura de tipos de interés como objetivo intermedio, mientras que Treutler (1992) encuentra más justificable la utilización de agregados monetarios. Cualquiera de las dos opciones va a presentar problemas de carácter práctico

(12) El pasado 11 de enero, los gobernadores de los bancos centrales de los doce estados miembros de la Comunidad se reunieron en la ciudad de Francfort con objeto de celebrar el acto de constitución del IME. La creación de este organismo estaba prevista en el TUE con objeto de realizar los trabajos preparatorios necesarios para la aplicación de una política monetaria única en la tercera fase (Artículo 2 del IV Protocolo del TUE sobre los Estatutos de IME).

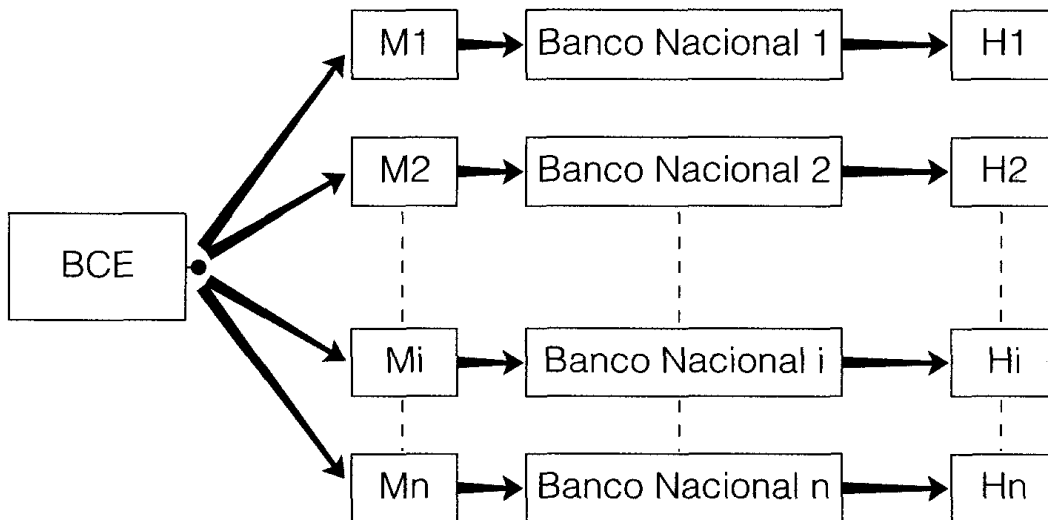
que deberán ser resueltos antes de que el BCE se haga cargo del diseño de la política monetaria.

Respecto a la segunda etapa del proceso monetario, en donde se diseñan las operaciones necesarias para alcanzar los objetivos monetarios intermedios, el TUE no señala explícitamente que sea el BCE el organismo encargado de la misma. De hecho, como hemos señalado anteriormente, el artículo 12 del Estatuto del BCE permite la descentralización de la política monetaria. Por tanto, es posible pensar en diferentes esquemas organizativos de la política monetaria en función de que sea el BCE, o bien, los bancos centrales nacionales (a instancia del propio BCE) los encargados de esta fase del proceso monetario. En la siguiente sección reflexionaremos sobre las ventajas y desventajas de descentralizar la instrumentalización de la política monetaria.

4. ¿CENTRALIZACIÓN O DESCENTRALIZACIÓN? A LA BÚSQUEDA DEL ORGANIGRAMA ÓPTIMO PARA EL SEBC

Como hemos señalado, el TUE permite descentralizar la instrumentalización de la política monetaria entre el BCE y los bancos centrales nacionales. En esta sección propondremos dos sistemas organizativos del SEBC. En el primero, al que llamaremos esquema descentralizado, el BCE se encarga de determinar los objetivos monetarios intermedios y delega la instrumentalización de la política monetaria a los bancos centrales nacionales. El segundo representa un esquema totalmente centralizado donde el BCE se encarga de la ejecución de todo el proceso monetario; en este esquema los bancos nacionales no tendrían ninguna función monetaria.

Gráfico n.º 2: Esquema descentralizado



El Gráfico n.º 2 refleja un esquema organizativo descentralizado como el siguiente: En primera instancia el BCE define los objetivos monetarios intermedios; por ejemplo, el BCE anuncia como objetivo intermedio la consecución de un incremento del 10% de la oferta monetaria europea; para alcanzar este objetivo intermedio agregado, determina que cada uno de los bancos centrales nacionales debe encargarse de alcanzar este objetivo respecto a la oferta monetaria en su mercado de referencia (M_1, M_2, \dots, M_n en el Gráfico n.º 2) (13). Marcados estos objetivos, cada uno de los bancos centrales nacionales se encarga de conseguirlos dentro de su mercado monetario local (H_1, H_2, \dots, H_n en el Gráfico n.º 2). Para ello cada banco central puede actuar con total autonomía de forma que, por ejemplo, el Bundesbank puede decidir incrementar su base monetaria en un 5% porque sus estimaciones del multiplicador monetario en Alemania son de 2 mientras que el Banco de España sólo incrementa la base monetaria en un 1% porque sus predicciones señalan que el multiplicador en España es 10. Incluso, puede ocurrir que los bancos centrales nacionales utilicen operaciones distintas para lograr la expansión de la base monetaria.

Un esquema descentralizado como éste presentaría numerosas dificultades de implementación. En primer lugar, sería necesario definir de forma clara y concisa los términos de oferta y base monetaria de cada uno de los estados miembros. Esto

puede presentar problemas cuando solamente exista una moneda en circulación en toda Europa; así por ejemplo, la base monetaria de cada estado miembro podría definirse como la suma de las reservas que los bancos con sede en ese estado tienen en el SEBC (14) más el dinero en circulación dentro de ese estado. Aparte de los problemas obvios derivados de la cuantificación del dinero en circulación en cada estado, ésta es una definición que requiere identificar a cada banco comercial con un estado. Sin embargo, no es impensable que tras la consolidación de la UEM numerosos bancos comerciales abran sucursales en estados diferentes a aquél en el que esté situada la sede central. Pudiera incluso darse el caso en el que un banco con sede en un estado, sin embargo, realice sus operaciones de forma más intensa en el resto de estados; en esta situación, la anterior definición de base monetaria no sería la más adecuada ya que este banco mantendría un nivel de reservas superior al que le correspondería si considerásemos los depósitos derivados de las operaciones locales. La misma problemática aparece si intentamos definir la oferta monetaria de cada estado en el caso de que el ecu sea la única moneda en circulación. ¿Cómo consideraríamos los depósitos que los residentes de un estado mantengan en los bancos de otro estado?, ¿deberían ser contabilizados como parte de la oferta monetaria del estado donde el depositario es residente, o bien como parte de la oferta monetaria

(13) Alternativamente podríamos pensar en que el BCE marcara distintos objetivos intermedios, desde el punto de vista cuantitativo para los diferentes estados. Por ejemplo, el BCE podría determinar que la oferta monetaria en el mercado francés se incrementase un 2% mientras que en el mercado italiano solamente un 1%. Este tipo de política estaría justificada si el BCE tuviera datos objetivos que indicaran que la inflación en Italia es superior a la de Francia.

(14) Este es uno de los aspectos que deben de analizarse antes de que el BCE se haga cargo de la política monetaria europea. El Estatuto del SEBC y del BCE señala en su artículo 19, párrafo 1, que el BCE podrá exigir que las entidades de crédito establecidas en los estados miembros mantengan unas reservas mínimas en las cuentas con el BCE y con los bancos centrales nacionales. Queda por decidir los coeficientes de aplicación en cada caso.

del estado en el que el banco esté localizado?. Este aspecto debe ser examinado cuidadosamente ya que una mala definición de la base monetaria y/o la oferta monetaria puede provocar que el control sobre la oferta monetaria a través de la base monetaria sea menos preciso.

Otro problema asociado a un esquema descentralizado como el aquí presentado sería el del control de la base monetaria en cada estado. En primer lugar deberá decidirse si cada uno de los estados tendrá capacidad de emitir sus propios títulos públicos. En caso de que esto fuera posible, si el Banco Central de un estado quiere controlar su base monetaria a través de operaciones de mercado abierto deberá controlar que la compra o venta de títulos públicos se realice a través de bancos o entidades financieras ligadas a su estado. Esta será la única forma de asegurarse que la compra o venta de títulos públicos, los cuales son transacionados en la moneda común de la comunidad, provoque variaciones en su base monetaria. Por extensión, cada banco comercial solamente podrá pedir prestado al tipo de descuento al banco central del estado en el que este localizado. Esto en sí mismo no parece demasiado problemático excepto por el hecho de que puede provocar localizaciones estratégicas de los bancos comerciales en función, entre otras cosas, de los coeficientes de caja y las tasas de descuento que mantengan los bancos centrales de cada estado.

Una tercera cuestión a analizar en este esquema descentralizado de la UEM, es la necesidad o no de imponer penalizaciones en caso de que los bancos centrales nacionales no alcancen los objetivos monetarios intermedios marcados por el BCE. Las penalizaciones deberían tener en cuenta las causas que han provocado las posibles desviaciones

sobre los objetivos; así por ejemplo, no debería penalizarse de la misma forma una desviación de los objetivos debida a un shock imprevisto que ha podido afectar asimétricamente a los estados, que una desviación debida a una pobre estimación del multiplicador monetario. En el caso de que alguno de los bancos centrales nacionales se desviara sistemáticamente de los objetivos predeterminados, debería ser amonestado o penalizado por el BCE y llegado el caso se podría incluso considerar la posibilidad de retomar las funciones delegadas sobre él. Sin embargo, cuando sean la mayoría de los bancos centrales los que se desvíen sistemáticamente de los objetivos intermedios, el BCE deberá reconsiderar tanto los objetivos intermedios marcados como el propio sistema de delegación de funciones en los bancos centrales nacionales.

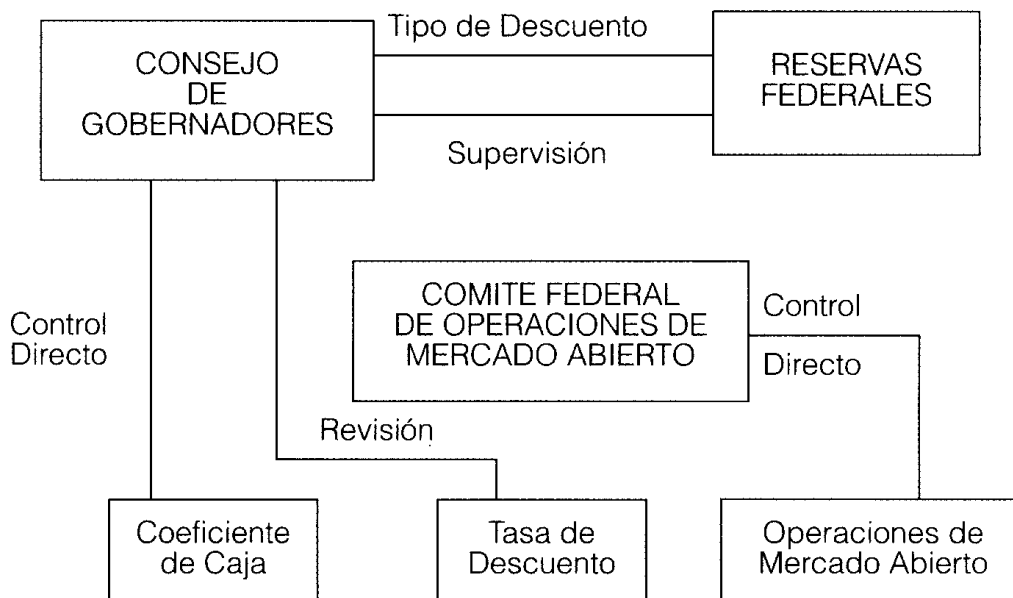
Todas las dificultades expuestas hasta aquí, especialmente las dos primeras, se derivan de la dificultad de distinguir los agregados monetarios a nivel estatal cuando sólo hay una moneda en circulación. Sería conveniente analizar esquemas organizativos para el SEBC, que manteniendo cierto grado de descentralización, sin embargo no presenten las dificultades derivadas de la desagregación estatal. Un ejemplo de este tipo de organización es la estructura federal del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos que aparece reflejada en el Gráfico n.º 3. La Reserva Federal americana está formada por el Consejo de Gobernadores y por los doce Bancos o Reservas Federales. El primero equivaldría al BCE y los segundos a los bancos centrales nacionales en la estructura del SEBC. En este organigrama las Reservas Federales son las encargadas de mantener las reservas del sistema bancario, pero es el Consejo de Gobernadores quien determina los

coeficientes de caja asociados a los distintos tipos de depósitos. Por el contrario, todas las Reservas Federales tienen plena autonomía para fijar las tasas de descuento y gestionar los préstamos con los bancos comerciales. En cuanto a las operaciones de mercado abierto, el Consejo de Gobernadores decidió tras los conflictos generados entre las distintas Reservas Federales, centralizarlas a través del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto. Este organismo esta formado por siete miembros del Consejo de Gobernadores y por cinco de los doce presidentes de las Reservas Federales y se encarga de realizar todas las operaciones de mercado abierto necesarias para el control de la base monetaria agregada a través de la Reserva Federal de New York. Basándose en la evolución de la estructura monetaria americana, Eichengreen (1992) afirma que el proceso de integración monetaria en Europa debe hacerse de forma rápida, eliminando

si es preciso la etapa de transición, y determinando desde un principio las responsabilidades de cada uno de los órganos monetarios sin dejar lugar a posibles interpretaciones.

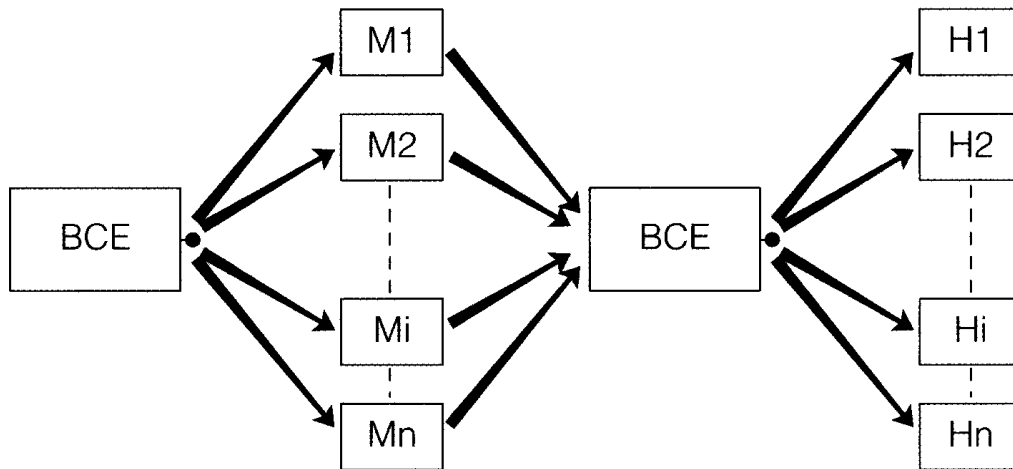
Frente a estos organigramas descentralizados podemos pensar en otro totalmente centralizado donde todo el proceso monetario es controlado por el BCE. En el Gráfico n.º 4 podemos ver una estructura de este tipo. En este caso el BCE no solamente determina los objetivos monetarios intermedios sino que además se encarga de elegir los instrumentos óptimos y de diseñar las formas operativas adecuadas para afectar los instrumentos. Siguiendo con el ejemplo anterior, en este escenario centralizado el BCE una vez decidido que el objetivo monetario intermedio es conseguir un crecimiento de la oferta monetaria europea de un 10%, se encargaría de elegir el instrumento adecuado para

Gráfico n.º 3: Sistema de la Reserva Federal Americana



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve

Gráfico n.º 4: Esquema centralizado



alcanzarlo. Por ejemplo, el BCE puede decidir que la mejor forma de alcanzar este objetivo intermedio es hacer que la base monetaria europea crezca un 4%. Obviamente en esta decisión habrá jugado un papel importante las predicciones del multiplicador monetario europeo.

Con este esquema centralizado no aparecerán problemas de definiciones de agregados monetarios por estados, pero en cambio al marcar los objetivos intermedios y los instrumentos monetarios sobre variables agregadas puede estar perdiéndose información sobre las características individuales de los estados. Esto en todo caso es evitable si consideramos un escenario en el que el BCE define los objetivos intermedios y los instrumentos de forma centralizada pero diferenciada por países. Siguiendo con el ejemplo, el BCE podría decidir que la oferta monetaria en cada uno de los

mercados locales debe de crecer el 10% (15). A continuación, el mismo BCE elegiría los instrumentos adecuados para la obtención de este objetivo intermedio; éstos podrían ser diferentes cualitativa y cuantitativamente dependiendo de la información estadística y econométrica que dispusiera el BCE.

Ahora bien si ambos esquemas presentan las mismas dificultades técnicas desde el punto de vista de la cuantificación de los agregados monetarios por países ¿cuál de los dos es el más adecuado para organizar la política monetaria dentro del SEBC? Obviamente el sistema descentralizado sería aceptado más fácilmente por los actuales bancos centrales nacionales en tanto que les deja un margen de maniobra considerable.

(15) En este escenario centralizado también cabría la posibilidad de que el BCE decidiera marcar objetivos cuantitativamente diferentes para cada estado.

Sin embargo desde el punto de vista puramente técnico para decidir cuál de los esquemas es el más adecuado deberíamos examinar cuál de ellos muestra mayor capacidad para alcanzar los objetivos últimos. Dado que ambos esquemas se diferencian solamente en la organización de la segunda etapa del proceso monetario, la cuestión relevante será saber cuál de ambos esquemas es capaz de controlar mejor la oferta monetaria a través de la base monetaria. En Gutiérrez (1992) se plantea este problema analizándose la capacidad de estimación de los multiplicadores monetarios de los distintos estados. Los resultados parecen indicar que los bancos centrales nacionales son capaces de estimar los multiplicadores monetarios de sus países al menos tan bien como el BCE y por tanto los bancos nacionales tienen al menos la misma capacidad de control de la oferta monetaria que el BCE.

La mayoría de los autores que han tratado el tema de la descentralización de la política monetaria en la UEM no parecen decantarse a favor de alguno de los dos esquemas. Eichengreen (1992), basándose en la experiencia del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, se atreve a manifestar la necesidad de centralizar la política monetaria europea convirtiendo a los bancos nacionales en meras oficinas del BCE. Una opinión opuesta la manifiesta Crawford (1993) que entiende que la descentralización de las funciones monetarias entre el BCE y los bancos nacionales puede derivar ventajas sustanciales. En particular, Crawford señala que delegando parte de las actividades monetarias en los bancos nacionales se logrará mantener un BCE pequeño en términos de personal y además no será necesario localizarlo en uno de los centros financieros de la comunidad. Esto, aparte de reducir las partidas del presupuesto comunitario dirigido al mantenimiento del BCE,

evitará las presiones que un gran centro financiero puede tener sobre las decisiones monetarias del BCE.

Hasta este momento solamente hemos considerado la posibilidad de que el SEBC descentralice sus funciones de diseño de política monetaria entre el BCE y los bancos centrales nacionales. Folkerts-Landau y Garber (1992) señalan que en el organigrama del SEBC no se debería de olvidar el papel que cualquier banco central juega en el mantenimiento de un sistema financiero estable y eficiente (16). El TUE en su artículo 105, párrafo 5, señala que el SEBC contribuirá a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de crédito y la estabilidad del sistema financiero. El Tratado sin embargo no especifica que esta responsabilidad deba caer en el BCE; por tanto podríamos pensar en descentralizar esta función supervisora y hacer a los bancos centrales nacionales los responsables de la formulación, coordinación y ejecución de políticas dirigidas a supervisar y estabilizar el sistema financiero (17).

En todo caso no debemos de olvidarnos de que el diseño definitivo del SEBC dependerá en gran medida del desarrollo de los acontecimientos políticos y económicos durante la fase de transición y que será el IME, creado durante esta etapa de transición, la institución encargada de dar forma al futuro SEBC.

(16) El artículo de Folkerts-Landau y Garber (1992) es anterior a la firma del TUE por lo que hace referencia a las funciones del BCE previstas por el proyecto de reglamentación del BCE.

(17) En estos momentos (enero de 1994) no podemos sustraernos de la realidad financiera que sufre el país. Es fácil imaginar que el papel jugado por el Banco de España dentro de la crisis sufrida por Banesto, podría ser una de las funciones a desempeñar por los bancos nacionales dentro del organigrama del SEBC de la UEM, dejando la política monetaria en manos del BCE.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALESINA, A. (1987): "Macroeconomic Policy in a Two-Party System as a Repeated Game", *Quarterly Journal of Economics*, 102, 651-78.
- ALESINA, A. y A. CUKIERMAN (1990): "The Politics of Ambiguity". *Quarterly Journal of Economics*, 105, 829-50.
- ALESINA, A. y V. GRILLI (1992): "The European Central Bank: Reshaping Monetary Politics in Europe". En M. Canzoneri, V. Grilli y P. Mason (eds), *Establishing a European Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge University Press, Cambridge.
- ALESINA, A. y L. SUMMERS (1993): "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence". *Journal of Money, Credit and Banking*, 25, 151-62.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (1963). *The Federal Reserve System: Purposes and Functions*. Fiftieth Anniversary Publication, Washington D.C.
- CANZONERI, M. y D. HENDERSON (1991): *Monetary Policy in Interdependent Economies: A Game-Theoretic Approach*. The MIT Press, Cambridge.
- CROWFORD, M. (1993). *One Money for Europe? The Economics and Politics of Maastricht*. The MacMillan Press Ltd, London.
- CUKIERMAN, A. (1992). *Central Bank Strategy, Credibility and Independence*, The MIT Press, Cambridge.
- Delors Report (1989). Report on Economic Monetary Union in the European Community. Committee for the Study of Economic and Monetary Union, Commission of the Euro-pean Community, Brussels.
- EICHENGREEN, B. (1992): "Designing a Central Bank for Europe: A Cautionary Tale from the Early Years of the Federal Reserve System". En M. Canzoneri, V. Grilli y P. Mason (eds), *Establishing a European Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge University Press, Cambridge.
- FOLKERTS-LANDAU, D. y P. GARBER (1992): "The ECB: A Bank or a Monetary Policy Rule?". En M. Canzoneri, V. Grilli y P. Mason (eds), *Establishing a European Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge University Press, Cambridge.
- GHOSH, A. R. y P. MASSON (1991): "Model Uncertainty, Learning and the Gains from Coordination". *American Economic Review*, 81, 465-79.
- GOODHART, C. (1993): "The European System of Central Banks". En P. Masson y M. Taylor (eds), *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*, Cambridge University Press, Cambridge.
- GUTIÉRREZ, M.J. (1992): "Controlling the Money Supplies: A Role for the Future European Central Bank?". *Southern European Economics Discussion Series*, 104.
- LOHMANN, S. (1992): "Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility vs. Flexibility". *American Economic Review*, 82, 273-86.
- McCALLUM, B. (1985): "On Consequences and Criticisms of Monetary Targeting". *Journal of Money, Credit and Banking*, 17, 570-97.
- McKIBBIN, W. y J. SACHS, (1991). *Global Linkages: Macroeconomic Interdependence and Cooperation in the World Economy*, The Brookings Institution, Washington D.C.
- MILLER, M. y M. SALMON (1990): "When Does Coordination Pay?". *Journal of Economic Dynamics and Control*, 14, 553-69.
- LOUDIZ, G. y J. SACHS (1985): "International Policy Coordination in Dynamic Macroeconomic Models". En William H. Buiter y Richard C. Marston (eds), *International Economic Policy Coordination*, Cambridge University Press, Cambridge.
- PERSSON, T. y G. TABELLINI (1990). *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics*, Harwood Academic Publishers, Paris.
- POOLE, W. (1970): "Optimal Choice of Monetary Policy instruments in a Simple Stochastic Macro Model". *Quarterly Journal of Economics*, 84, 197-216.
- ROGOFF, K. (1985): "Can International Policy Cooperation be Counterproductive?". *Journal of International Economics*, 18, 199-217.
- ROGOFF, K. y A. SIBERT (1988): "Elections and Macroeconomic Policy Cycles". *Review of Economic Studies*, 55, 1-16.
- TREUTLER, H. (1992): "Five Years to Prepare the Final Stage of EMU". En W. Gebauer (ed), *Foundations of European Central Bank Policy*, Physica-Verlag, Heidelberg.
- TURNOVSKY, S.J. y VASCO D'OREY (1989): "The Choice of Monetary Instruments in a Two Interdependent Economics under Uncertainty". *Journal of Monetary Economics*, 23, 121-33.
- WILLMS, M. (1992): "The Money Supply Approach: Empirical Evidence for Germany". En W. Gebauer (ed), *Foundations of European Central Bank Policy*, Physica-Verlag, Heidelberg.