

José Luis Malo de Molina\*

# LA POLÍTICA MONETARIA DE LA EUROZONA: IMPLANTACIÓN Y EVOLUCIÓN

*En este trabajo se aborda la importancia de la Unión Económica y Monetaria dentro de la construcción europea y se tratan algunos de los rasgos más destacados de la implantación de la política monetaria única, como el proceso de convergencia previo y el trabajo preparatorio necesario para poner en pie el complicado entramado técnico e institucional. En este ámbito, se describen algunas de sus características específicas, como la independencia de la autoridad monetaria o la articulación entre los bancos centrales nacionales y el BCE, y de los órganos de gobierno del Sistema. A continuación, se explica el marco de la política monetaria del Eurosistema, con especial énfasis en el objetivo de la estabilidad de precios y la estrategia diseñada para cumplirlo. Por último, se analiza la actuación de la política monetaria única en el período en que ésta ha estado vigente y algunos de los retos a los que ésta se enfrentará en el futuro más inmediato.*

**Palabras clave:** integración europea, integración monetaria, política monetaria, estabilidad de precios, UE.

**Clasificación JEL:** F02, F36.

## 1. Introducción

En la historia económica, a veces se pueden identificar períodos en los que la acumulación de cambios conduce a una aceleración de los procesos. Ése es el caso, probablemente, de la creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM), pues la puesta en marcha y la consolidación de la política monetaria común han supuesto el paso de mayor alcance en la integración europea, dada la trascendencia de las transformaciones ocurridas en un espacio de tiempo relativamente breve.

Cuando se inició el proceso de convergencia, que había de sentar las bases para el lanzamiento de la UEM en 1999, convivían en el espacio de la UE-15 países que mantenían la plena soberanía sobre sus políticas económicas nacionales, a pesar de la existencia de algunos compromisos de estabilidad cambiaria —que resultaban crecientemente difíciles de cumplir— y de algunas orientaciones generales de política económica. El ejercicio de la soberanía monetaria constituía, junto a otros factores, una fuente importante de divergencias macroeconómicas que, con frecuencia, se trasladaba a los mercados financieros en forma de turbulencias recurrentes. En ese marco, los costes de transacción deriva-

---

\* Director General del Servicio de Estudios. Banco de España.

dos de la existencia de diversas divisas nacionales se veían agravados por las primas de riesgo que introducían dichas turbulencias, de manera que la segmentación monetaria constituía una barrera para la obtención de todas las ventajas potenciales del mercado único.

Tras casi seis años de funcionamiento de la UEM, puede decirse que se han superado con éxito todos los grandes retos que el complicado proceso de integración monetaria planteaba, y que la mayor parte de la UE (los 12 países que han cumplido los requisitos establecidos y que no han optado por la autoexclusión del proyecto) comparten la misma moneda y la soberanía en el manejo de la política monetaria. Con ello ha desaparecido la principal fuente de distorsiones financieras en el espacio europeo y se han ampliado y profundizado las oportunidades del mercado único.

La realización de este proyecto ha cambiado incluso las coordenadas de la integración europea, que hasta entonces había estado basada casi exclusivamente en el plano económico y comercial. La existencia de la moneda única ha abierto la puerta al avance de la agenda de la integración política, puesto que ha hecho más apremiante la necesidad de coordinación del resto de las políticas económicas, y plantea la exigencia de una cierta interlocución política a nivel europeo.

No es posible, por tanto, revisar la política monetaria del Eurosistema sin referirse, aunque sea someramente, al papel que la UEM representa dentro de la arquitectura de la construcción europea. A este tema se dedican algunas reflexiones en el siguiente epígrafe de este artículo. A continuación se abordan algunos de los rasgos más importantes de la implantación de la política monetaria única y algunas de sus características específicas que resultan fundamentales para su adecuada comprensión. En el epígrafe dedicado a explicar el marco de la política monetaria del Eurosistema se ha adoptado un enfoque selectivo, ya que la literatura que lo describe es muy extensa. Finalmente, en el último epígrafe, se analiza la actuación de la política monetaria del Eurosistema en el período en que ésta ha estado vigente y algunos de los retos a los que ésta se enfrenta en el futuro más inmediato.

## 2. La UEM en la arquitectura de la integración europea

Es difícil exagerar la trascendencia de la creación de la UEM en Europa. Al menos por dos razones: por su radical novedad, ya que no existe un ejemplo comparable al hecho de que doce naciones soberanas pasen a compartir una política monetaria única mediante un complejo proceso de ingeniería política, institucional y financiera y por su enorme alcance en la dinámica de la integración europea, pues supone el primer paso de transferencia de un elemento estrechamente vinculado a la soberanía nacional en materia de política económica a un órgano de carácter supranacional independiente, en el que no están representados los intereses nacionales como tales (BCE, 2004a).

Se trata de un cambio difícilmente reversible que además lleva en sí mismo el germen de una mayor integración política, pues es difícil preservar a largo plazo el buen funcionamiento de la política monetaria única si no se avanza significativamente en la mejora de la cohesión política, y ello requiere importantes reformas institucionales, sobre todo a raíz de los retos que plantea la dinámica de ampliación, cuyo paso más ambicioso se ha materializado en la actual UE de veinticinco. El Tratado de Niza, primero, y la Constitución Europea —en proceso de ratificación—, después, contienen algunas de las respuestas institucionales a la nueva situación. De hecho, la creación de la UEM —que se sitúa en el eje de la profundización del proyecto europeo—, junto con los retos que suscita la reciente ampliación —que se encuentra en el eje de la extensión— ha sido uno de los principales motivos, junto con otros factores más estrictamente políticos, de los cambios que introducirá la futura Constitución Europea.

El proyecto de la UEM estaba inicialmente concebido como un paso de integración para el conjunto de la UE, condicionado únicamente al cumplimiento de los criterios de convergencia. Sin embargo, la oposición política del Reino Unido obligó a introducir desde el principio una cláusula de autoexclusión que, aunque

tenía una vocación inicial de singularidad exclusiva, fue posteriormente extendida a Dinamarca tras el rechazo en referéndum por los ciudadanos de este país del Tratado de Maastricht. Posteriormente, la actitud reticente de Suecia se materializó también en una autoexclusión *de facto* cuya aceptación llevaba implícito el reconocimiento de voluntariedad en la adhesión a la UEM. Con ello se había abierto la puerta a la integración a diversas velocidades dependiente no sólo del grado de convergencia alcanzado por cada uno de los países, sino también de la voluntad política de integración de cada uno de ellos.

Los países que forman la UEM, una vez que ésta pudo iniciar su andadura con una masa crítica suficiente, se han constituido, en la práctica, en el polo de integración más avanzado y, en cuanto tal, en el centro de gravedad de las decisiones económicas del área. La existencia de distintas velocidades comporta inevitables asimetrías con repercusiones institucionales, cuyo alcance se ha visto acentuado por la ampliación, que ha alterado sustancialmente el balance entre los grupos de países participantes y no participantes en la Unión Monetaria.

Esta situación ha dado mayor relevancia al Eurogrupo (la reunión de los ministros de Economía y Finanzas de los países miembros de la UE con el Presidente del Banco Central Europeo) y ha elevado el rango de las políticas de supervisión de la estabilidad presupuestaria en todos los países de la UE, pero particularmente en el área del euro, pues no es posible preservar la solidez de la nueva moneda si no descansa en unas finanzas públicas globalmente saneadas y en la existencia de unos mecanismos disciplinadores de la conducta fiscal suficientemente eficaces. Por eso, los incumplimientos del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento que se han producido recientemente como consecuencia, principalmente, del insuficiente avance en la consolidación presupuestaria durante la fase alcista del ciclo, han creado un serio problema de credibilidad que afecta a la solidez del marco institucional de la nueva moneda (Peñalosa, 2004).

La creación de la UEM ha incrementado el peso de la UE en la organización económica mundial. La UEM es un área con dimensión de superpotencia económica. Tiene un PIB inferior al de EE UU, pero claramente superior al de Japón, superando a ambas áreas en población y en posibilidades de ampliación a través de la futura integración de nuevos miembros, si bien es cierto que el poder central de decisión en la UEM es más limitado que en los otros países de referencia. La política monetaria está efectivamente centralizada, pero en las restantes áreas de la política económica los mecanismos de coordinación consisten en reglas de disciplina de compleja aplicación práctica (política fiscal), o descansan en complicados procesos de negociación (políticas estructurales, mercado único, regulación financiera, competencia, etcétera). La dificultad para establecer mecanismos sancionadores con la autoridad suficiente para hacer cumplir los compromisos adquiridos hace necesario recurrir a procedimientos de vigilancia multilateral en los que la presión del grupo supla esta carencia. Pero los foros multilaterales adolecen de cierta complejidad y lentitud en su toma de decisiones y están sujetos, además, a la posibilidad de que se formen colusiones de intereses que pueden en ocasiones entrar en conflicto con los intereses de otros miembros o los del propio conjunto. De manera que la capacidad del área para actuar efectivamente como una superpotencia se encuentra seriamente restringida.

El surgimiento del euro como una nueva divisa internacional ha tenido un gran impacto en el sistema financiero mundial. Ha supuesto una respuesta innovadora y ambiciosa a los problemas que plantea la globalización de los mercados financieros. Muchos de los países integrantes han encontrado mediante su integración en el área la forma de aprovechar las ventajas de la globalización sin verse sometidos a la vulnerabilidad potencial de su escasa dimensión relativa y de las dificultades para mantener de manera continuada la confianza en políticas económicas de diseño exclusivamente nacional. De esta forma, la integración económica ha hecho compatible para los países participantes la desaparición de las

fronteras financieras con las condiciones adecuadas para un crecimiento estable. Por otra parte, el euro, aunque está lejos de rivalizar con el papel internacional de dólar, se ha desarrollado rápidamente como una divisa internacional de uso amplio que ya ocupa el segundo puesto en el orden de las divisas internacionales y excede con mucho a la utilización de las monedas nacionales que lo precedieron. La internacionalización de una moneda depende del comportamiento de los mercados y es un proceso gradual, dada la inercia de los mercados financieros y el tiempo que se necesita para generar las interconexiones necesarias para aprovechar las externalidades potenciales. Con el nacimiento del euro, el sistema monetario internacional se ha configurado con una estructura de tripolarismo imperfecto (dólar, yen y euro) que ha incrementado, sin duda, el peso de Europa en la arquitectura financiera internacional y en los ámbitos de decisión económica mundial.

### 3. La implantación de la política monetaria del Eurosistema

La introducción de una política monetaria única en un área geográfica amplia formada por doce países requería el cumplimiento de unas condiciones previas en términos de convergencia macroeconómica y de funcionamiento de los mercados monetarios y de los procedimientos operativos de la propia política monetaria. Estas condiciones previas se fueron estableciendo durante la segunda fase de la Unión Monetaria —concebida como el período de transición—, en el doble frente del cumplimiento de los criterios de convergencia y de los trabajos preparatorios encomendados al Instituto Monetario Europeo, en primer lugar, y al propio BCE, en el último tramo del proceso.

Los resultados de la convergencia fueron notablemente satisfactorios porque hicieron posible, a la vez, el inicio de la UEM con una masa crítica suficiente y el nacimiento de la nueva moneda en unas circunstancias propicias para su estabilidad y solidez. Las bajas tasas de inflación conseguidas en el conjunto del área y la efi-

cacia del preanuncio de las paridades de conversión al euro facilitaron la convergencia de los tipos de interés y la estabilidad de los tipos de cambio, de manera que el período que se suponía más proclive a la existencia de ataques especulativos que pusiesen a prueba la voluntad política que subyacía al proyecto o el realismo de los tipos de cambio, transcurrió con una gran estabilidad, a pesar de las diversas turbulencias que se produjeron entonces en los mercados financieros internacionales.

Desde el punto de vista del trabajo preparatorio, las condiciones previas más importantes se referían a la existencia de un mercado monetario integrado, a la configuración del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) como autoridad monetaria única y eficaz en el conjunto de la zona y a la necesaria armonización de los procesos operativos en los distintos segmentos nacionales del nuevo mercado monetario europeo.

La ejecución de una política monetaria única y la transmisión de la misma al conjunto de la zona requerían la existencia de un mercado monetario integrado en el que ésta pudiera operar. Sin dicha integración no se podría garantizar la necesaria unicidad de las señales de la política monetaria ni la homogeneidad en las condiciones monetarias en las que actúan las entidades monetarias y financieras que constituyen el sector emisor de dinero o de activos líquidos en el área. Era imprescindible asegurar la interconexión en los mercados monetarios nacionales preexistentes, de manera que la plena fluidez de los flujos transfronterizos garantizase un tipo de interés único en todos los segmentos del mercado monetario europeo. Para ello, se implantó un sistema de pagos con procedimientos y reglas homogéneas que facilita las transferencias transfronterizas en tiempo real y un alto nivel de seguridad. La satisfactoria puesta a punto del sistema TARGET ha asegurado la homogeneidad de las condiciones monetarias en la zona del euro (BCE, 2004b).

Paralelamente, la exitosa puesta en marcha de la política monetaria única dependía de una minuciosa configuración institucional y un rodaje anticipado de la nueva autoridad monetaria del área. Como se sabe, la mayor parte

de las cuestiones institucionales habían quedado expresamente delimitadas en el Tratado de Maastricht que, además de definir los objetivos, competencias y órganos de gobierno del SEBC, incluía sus estatutos en uno de sus anejos. La no participación de todos los países de la UE en la Unión Monetaria ha obligado a introducir posteriormente el término de Eurosistema, que no estuvo previsto en la redacción del Tratado pero que ha sido incorporado en la Constitución, para denominar al conjunto del BCE y de los BCN participantes que actúan como autoridad monetaria de la zona. Un rasgo esencial de dicha configuración es la plena independencia para conducir la política monetaria con el fin de perseguir la estabilidad de los precios. Otro rasgo específico derivado de la particular configuración del área es la articulación entre los BCN y el BCE y de los órganos de gobierno del Sistema a la hora de asegurar la capacidad de la nueva autoridad monetaria para aplicar la política monetaria única en función de las necesidades del área en su conjunto y, a la vez, mantener el principio de descentralización y pleno aprovechamiento del capital humano y del conocimiento y la proximidad de los BCN a las economías nacionales integradas. La eficiencia de las decisiones centralizadas descansa en una adecuada percepción de la complejidad del conjunto del área, para lo cual la interacción cooperativa entre los BCN y el BCE es fundamental. Los informes para la toma de decisiones del Consejo de Gobierno se basan en una comunicación constante y fluida con los BCN, que implica la elaboración, de forma cooperativa, de los escenarios macroeconómicos en los que se han de basar las decisiones de política monetaria. Cuando se había alcanzado ya una experiencia suficiente, el Consejo de Gobierno decidió hacer públicas las proyecciones macroeconómicas en las que se materializa el esfuerzo analítico conjunto de los expertos del Eurosistema y que constituye uno de los *inputs* más importantes de sus deliberaciones y toma de decisiones.

La ampliación de la UE planteaba la necesidad de adaptar los mecanismos de decisión del Eurosistema a la posibilidad de que un número relativamente amplio de países pasasen a engrosar las filas de la UEM, lo que

llevaría a un incremento en el tamaño del Consejo de Gobierno. El Tratado de Niza adoptó una cláusula que habilitaba un procedimiento especial de reforma de los sistemas de votación. Dicha cláusula ha sido activada siguiendo una recomendación del BCE, según la cual el número de Gobernadores con derecho a voto se limita a quince, una vez que se haya alcanzado un cierto umbral, asignándose los mismos a través de un mecanismo de rotación que tiene en cuenta la representatividad de los países, de manera que los Gobernadores del grupo de países más grandes —en el que se encuentra España— tendrán más frecuentemente la facultad de votar (BCE, 2003a).

Una cuestión de gran calado para el funcionamiento del Eurosistema es la problemática que se deriva de la existencia de una política monetaria única en un conjunto de economías nacionales que pueden registrar diferencias significativas en su evolución cíclica, en la respuesta a las posibles perturbaciones y en la propia transmisión de la política monetaria (BCE, 2003b, y Cabrero, Chuliá y Millaruelo, 2003).

En un régimen de unión monetaria, la única regla viable es que la política monetaria se rija por las condiciones del conjunto del área, por lo que las situaciones nacionales o regionales —que han de ser bien conocidas y estudiadas— sólo son relevantes en la medida en que influyan en el comportamiento agregado. De ello se derivan dos importantes consecuencias. Es inevitable que, como resultado de las diferencias de tamaño de las economías nacionales, el tono de la política monetaria única esté más influido por las condiciones prevalecientes en los países más grandes. La segunda consecuencia es que la integración monetaria aumenta necesariamente la responsabilidad que los otros componentes nacionales de la política económica han de asumir para asegurar la compatibilidad de sus condiciones macroeconómicas con el tono de la política monetaria única. La adecuada asunción de esta consecuencia resulta crucial para el éxito de los retos que asumen las economías nacionales al integrarse en la moneda única, especialmente las de pequeña y mediana dimensión que tienen

que afrontar, por las razones ya señaladas, una renuncia a la soberanía mayor. En este sentido, es responsabilidad de los BCN actuar como la voz del Eurosistema frente a los actores de sus respectivas economías nacionales para identificar los riesgos específicos que se derivan de su situación diferenciada y promover los ajustes apropiados y una utilización adecuada y con la anticipación necesaria de los instrumentos disponibles por la política económica nacional.

Finalmente, un área que ha requerido un gran esfuerzo técnico y legal ha sido la de la armonización de los procedimientos que los bancos centrales nacionales utilizan para la instrumentación descentralizada de la política monetaria. El Eurosistema ha adoptado un marco operativo basado, principalmente, en operaciones de mercado abierto, a través de las cuales guía la evolución de los tipos de interés y señala la orientación de la política monetaria, y dispone de unas facilidades permanentes de crédito y depósito con las que se limitan los movimientos de los tipos de interés de mercado dentro de una banda. Las Instituciones Monetarias y Financieras (agrupación que define el sector relevante para la transmisión de la política monetaria y el control de la liquidez en la zona) están sometidas a unos requisitos de reservas mínimas obligatorias y tienen acceso a la liquidez de base de forma descentralizada, a través de las cuentas que estas entidades mantienen con el banco central del país donde se encuentren localizadas (BCE, 2004a).

Los instrumentos principales de financiación del Eurosistema son las subastas semanales de inyección de liquidez, que han sufrido algunas modificaciones a partir de la experiencia obtenida. En la actualidad el plazo de financiación es también semanal y se realizan a tipo de interés variable con un mínimo anunciado que actúa como señal de referencia, tras un período inicial de subastas a tipo fijo en el que se presentaron problemas de exceso de puja y elevado prorrateo que distorsionaban la asignación de la liquidez. A su vez, los tipos de interés de las facilidades permanentes han fijado, normalmente, un pasillo de un punto por encima y por debajo de la referencia establecida para las subastas.

Los trabajos de armonización fueron especialmente importantes en el terreno de los procedimientos de toma y movilización de las garantías. Para ello, ha habido que establecer unos criterios objetivos para la selección de los activos de garantía, para el control de los riesgos implícitos y para su asunción, en cada caso, por parte de los integrantes del Eurosistema. En la actualidad se está avanzando hacia el establecimiento de una única lista de activos elegibles como colateral para el conjunto del área, lo que prueba el gran progreso que se ha realizado desde la situación de heterogeneidad de la que se partía. Este proceso de armonización ha requerido cambios profundos en la base jurídico-legal que en todos los países respaldan la relación de cada banco central nacional con sus contrapartidas, para adaptarlas al marco establecido por el BCE.

#### **4. La estrategia de política monetaria, pieza fundamental de la UEM**

El terreno más importante para el éxito o fracaso del proyecto de integración monetaria, y en el que se han centrado la mayor parte de los debates, ha sido el de la definición de los objetivos y de la estrategia de política monetaria del Eurosistema. Es en este terreno en el que se pone a prueba, en definitiva, la adecuación del marco institucional adoptado y su traducción o no en unas condiciones macroeconómicas adecuadas para el desenvolvimiento del área (BCE, 2003c y 2004a).

El tratado fija la estabilidad de los precios como fin primordial de la política monetaria del Eurosistema, a diferencia de los objetivos estatutarios de otros bancos centrales que aluden en pie de igualdad al crecimiento económico o incluso a la creación de empleo. Este mandato viene avalado por la amplia aceptación, tanto teórica como empírica, de dos supuestos. El primero es que la inflación introduce distorsiones en la asignación de recursos, erosionando, por tanto, la capacidad de crecimiento y el segundo es que la inflación es, a largo plazo, un fenómeno fundamentalmente monetario. En consecuencia con ello, la mejor forma que tiene la política mo-

netaria de contribuir al bienestar de los agentes es mediante la búsqueda de la estabilidad de los precios a medio y largo plazo. Aunque ello no quiere decir que la política monetaria esté en condiciones de alcanzar por sí sola dicho objetivo, ni que deba desentenderse de otros aspectos relevantes de la economía como el crecimiento y el empleo.

En principio, la estabilidad del crecimiento y de los precios podría perseguirse de manera simultánea, ya que ambas variables están relacionadas, al menos a corto plazo, por los impulsos de la demanda agregada. El problema estriba en que dicha relación dista de ser estable y que tiende a diluirse en presencia de perturbaciones de oferta que empujan a dichas variables en direcciones opuestas. Así, aunque la estabilidad de los precios favorece la reducción de las fluctuaciones en la actividad, ambos objetivos no son equivalentes, por lo que parece inevitable establecer una clara priorización coherente con el papel que desempeña la política monetaria en la conducta a largo plazo de los precios.

La definición de un objetivo prioritario de estabilidad de precios a medio plazo no resuelve, sin embargo, mecánicamente la elección del ritmo de ajuste de las diferentes variables, entre las que existe cierta relación de sustitución y frente a las que las autoridades disponen de cierto margen de influencia a corto plazo. Para aprovechar adecuadamente el margen de maniobra disponible de manera consistente es importante disponer de un marco apropiado para la fundamentación de las decisiones. Un marco que esté asentado en la búsqueda del objetivo prioritario a medio plazo, pero que a la vez tenga en cuenta la trayectoria y las fluctuaciones de la producción e incluso considere otros riesgos que pueden aparecer en la persecución de la estabilidad de los precios, como los riesgos de deflación o de inestabilidad financiera.

Las consideraciones referentes a la velocidad de ajuste cobran relevancia cuando la economía se encuentra sometida a potenciales riesgos deflacionistas, principalmente por dos razones: porque los daños que se derivarían del desencadenamiento de una espiral deflacionista son tan grandes que justifican la asunción de

una prima de seguridad frente a los mismos, lo que introduce una cierta asimetría en la valoración de las posibles desviaciones. Y, en segundo lugar, porque la existencia de un límite absoluto a las reducciones de los tipos de interés nominales en el nivel cero de los mismos tiende a complicar notablemente la capacidad de la política monetaria para restaurar la estabilidad en dichas circunstancias (Bernanke y Reinhart, 2004).

Por lo que se refiere a las situaciones de inestabilidad financiera, el caso más controvertido es el que se refiere a la conveniencia o no de que el banco central reaccione frente a situaciones en las que los precios de los activos se desvían de los valores justificados por las variables fundamentales que los determinan. En principio, no es fácil encontrar razones por las que los desarrollos en los mercados financieros o de activos reales deban llevar a un banco central a desviarse de los que se deducen de su evaluación de escenario central de evolución de la inflación y de la actividad. A pesar de ello, resulta legítimo que la autoridad monetaria preste atención a aquellos desarrollos que, aunque sean poco probables pueden, si se llegan a materializar, generar efectos desproporcionadamente adversos, sobre todo si la sociedad muestra un cierto grado de aversión al riesgo. Por ello, puede estar justificado otorgar, en episodios concretos, a los desequilibrios financieros un peso superior al que se les asigna en períodos normales. No obstante, hay que reconocer que la forma en que este enfoque pueda llevarse a la práctica dista de ser obvia (Malo de Molina y Restoy, 2004).

Todos éstos son los problemas que tiene que resolver la definición de la estrategia de política monetaria. Para empezar, cabría preguntarse si es necesario tener una estrategia explícita, que es tanto como remontarse al debate sobre reglas frente a discreción que ha jalonado toda la historia del pensamiento monetario y que se ha reavivado recientemente por el contraste entre la importancia que el BCE ha dado a su estrategia y la política que ha seguido recientemente la Reserva Federal durante lo que probablemente haya sido su período de mayor discrecionalidad y activismo.

Las corrientes más recientes sitúan el debate de reglas frente a discreción en un terreno intermedio alejado de las posiciones polares extremas. En el estado actual de desarrollo teórico y empírico de la economía, resulta muy difícil defender las reglas rígidas al modo de Friedman. Son reglas que, en último extremo, descansan en el supuesto de un conocimiento muy pobre de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y de las regularidades empíricas que pueden captarse mediante la estimación de modelos y en una desconfianza profunda frente a la capacidad de las autoridades para restringir su margen de actuación de acuerdo con pautas estabilizadoras. Por otra parte, una vez que se conoce que las decisiones de los agentes dependen de sus expectativas sobre las condiciones futuras y que éstas a su vez dependen de cómo se comporten las expectativas, carece de sentido postular que el banco central actúe teniendo solamente en cuenta el abanico de posibilidades que el momento presente ofrece (es decir, con plena discrecionalidad), ya que ello conduce a serios problemas de inconsistencia temporal y a pérdidas de reputación que erosionan la eficacia de la política monetaria. Una combinación de reglas y de discreción parece por tanto superior a la opción en favor de uno de los dos extremos, que han de ser vistos más como complementarios que como contrarios (McCallum, 2003).

La principal virtualidad de una estrategia de política monetaria es precisamente hacer explícita dicha combinación con un doble fin. Por un lado, establecer un marco para el análisis de la información relevante y la organización de la discusión y la adopción de decisiones de manera consistente con el conocimiento existente sobre la transmisión de la política monetaria a la economía y su incidencia sobre las variables que más directamente están relacionadas con los objetivos. Este marco es necesario, pues la política monetaria se desenvuelve en un entorno de incertidumbre que requiere técnicas adecuadas para la gestión de los riesgos presentes mediante la optimización de la información estadística disponible y el uso de instrumental analítico y empírico más apropiado. Y, por otro lado, facilitar la transparencia de

las actuaciones, de manera que la mayor capacidad de predicción del sector privado redunde en una mayor eficacia de las mismas. Existe una amplia literatura sobre los beneficios que la predictibilidad de la política monetaria reporta en términos de menor inflación y de mayor y menor variabilidad tanto de la inflación, como de la producción (Carpenter, 2004).

En el caso del BCE, la necesidad de adoptar una estrategia explícita que clarifique los elementos mencionados es menos discutible, ya que al empezar como una nueva autoridad monetaria, a pesar de heredar la tradición de los bancos centrales nacionales que integran el Eurosistema, y ser responsable de la gestión de un espacio monetario de reciente creación y con notables complicidades derivadas de la participación y un elevado número de economías nacionales, las incertidumbres sobre el funcionamiento de la política monetaria podrían ser muy elevadas y los riesgos asociados a la misma también. Por eso, la estrategia de política monetaria del BCE es una pieza fundamental para el funcionamiento de la UEM, tan importante como la existencia de un marco institucional y estatutario apropiado.

La estrategia de política monetaria del Eurosistema comprende una cuantificación expresa del objetivo de estabilidad de los precios y un marco de análisis para la valoración de los riesgos, que incluye todos los factores relevantes y se estructura en torno a dos áreas o pilares en los que se agrupa el análisis económico general y el específicamente monetario y financiero. La definición adoptada de estabilidad de los precios se refiere al incremento anual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) del área, que se ha establecido por debajo del 2 por 100. Al referirse a incremento de precios, se entiende que cualquier tasa negativa o situación inflacionista no sería compatible con el concepto de estabilidad de precios que se persigue. En el año 2003, esta definición se ha refinado, al clarificar que no todas las tasas de inflación comprendidas dentro de dicho rango son igualmente deseables. En concreto, se ha precisado que el objetivo es mantener el IAPC por debajo pero próximo al 2 por 100, lo que es consistente con la estabilidad a medio

plazo y con el anclaje de las expectativas, pero que a la vez suministra un margen de seguridad para prevenir riesgos deflacionistas y evitar la restricción que se alcanza cuando los tipos de intervención son nulos.

El marco para el análisis de la situación económica y la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios combina, como se ha dicho, el análisis económico con el análisis monetario estructurados en torno a dos pilares diferenciados que son interpretados conjuntamente para alcanzar un diagnóstico central que fundamente las decisiones monetarias. Para el análisis económico se utilizan una gran variedad de instrumentos y modelos dentro de los cuales las previsiones macroeconómicas realizadas por el conjunto del Eurosistema constituyen un *input* importante a la hora de identificar las trayectorias previsibles de la inflación y del crecimiento en diferentes horizontes temporales y para valorar los riesgos a que están sometidas dichas trayectorias. Pero las previsiones, aunque suministran la base analítica más importante no son suficientes por sí mismas, puesto que no existe un modelo que sea capaz de representar adecuadamente la complejidad de factores y riesgos que intervienen en la actuación de la política monetaria; además, existe una gran cantidad de información que no es susceptible de ser integrada en los escenarios que elaboran los modelos. La conducción de la política monetaria requiere un elemento de juicio para valorar la plausibilidad de los diferentes escenarios y para seleccionar los riesgos que se deben considerar (Papademos, 2004).

La individualización del análisis monetario, que no se circunscribe al agregado M3 —utilizado como principal referencia— viene a reconocer que la inflación es, a largo plazo, un fenómeno monetario y ayuda a considerar específicamente el papel que desempeñan el dinero y la financiación de la economía, variables sobre las que actúa la política monetaria, en la propagación y persistencia de las perturbaciones que se registran en la formación de los precios. La comprobación cruzada del análisis monetario con los resultados de la evaluación económica fortalece el marco que fundamenta las decisiones y que, a la vez, sirve como base para la comunicación externa.

El uso de la misma estructura para el análisis interior en la toma de decisiones y para la comunicación externa pretende transmitir al público y a los mercados la complejidad que subyace en la conducción de la política monetaria (Restoy, 2002). Aunque sus resultados dependen de un aprendizaje que han de realizar ambas partes y que en el marco de la zona euro se ve obstaculizado por las dificultades objetivas de la comunicación en numerosas lenguas diferentes, contiene los elementos de transparencia necesarios para evitar los problemas que pueden surgir como consecuencia de las diferencias de valoración entre los mercados y la autoridad monetaria en cuanto a la situación coyuntural de la economía, a los posibles resultados de las acciones de la política monetaria o a la propia comprensión de la estrategia que se persigue (Reinhart, 2003).

## 5. La actuación de la política monetaria en la UE

En un artículo como éste, orientado a revisar la política monetaria del Eurosistema durante los primeros años de la UEM, no tiene sentido descender a una descripción pormenorizada de la trayectoria seguida en relación con la evolución de las diversas coyunturas por las que ha atravesado el área. Parece más adecuado concentrarse en los principales rasgos característicos y en esbozar una valoración global del período que ha marcado su afianzamiento.

El Eurosistema ha tenido que poner en funcionamiento su política monetaria y comprobar la solidez de su diseño en unas circunstancias que eran difícilmente anticipables cuando se planeó su lanzamiento y que han planteado una serie de dificultades cuyo tratamiento ha supuesto retos importantes para el Consejo de Gobierno del BCE y el aparato analítico en el que se fundamentan sus decisiones.

En términos generales, las tensiones inflacionistas han tendido a remitir a nivel mundial durante este período e incluso han llegado a suscitarse en algún momento temores de riesgos deflacionistas en áreas importantes como China y EE UU, aunque finalmente no llegaron a materia-

lizarse. Esta situación, unida a las repercusiones del estallido de la burbuja tecnológica en los mercados de valores y de la recesión norteamericana, ha impulsado una orientación predominantemente expansiva de las políticas monetarias y una tendencia a conceder menos importancia a las funciones antiinflacionistas de las mismas. En EE UU, inevitable punto de referencia para la nueva política monetaria del Eurosistema, la Reserva Federal, tras un intento de frenar la sobrevaloración de los títulos tecnológicos con medidas de carácter restrictivo, afrontó los riesgos suscitados por los factores contractivos mencionados, adentrándose en una fase de relajación agresiva que llevó los tipos de interés a mínimos históricos durante un prolongado período de tiempo.

En la zona euro, aunque la integración monetaria se inició con bajos niveles de inflación, que reflejaban el esfuerzo realizado para cumplir los criterios de convergencia, a lo largo del período, se han sucedido diversas perturbaciones alcistas sobre los precios que han mantenido ciertas tensiones inflacionistas, que a pesar de ser moderadas han supuesto ciertos riesgos para el mantenimiento de la estabilidad y, por lo tanto, han condicionado la conducción de la política monetaria. Tal ha sido el caso de la depreciación que sufrió el euro en sus primeros años de existencia, de las subidas de los precios del petróleo, del encarecimiento de los precios alimenticios como consecuencia de crisis de signo diverso (vacas locas, inundaciones, sequías, etcétera), el efecto del cambio en la denominación de precios con motivo del canje de billetes y monedas y, finalmente, las subidas de impuestos indirectos en algunos países. Este tipo de perturbaciones tiene una naturaleza eminentemente transitoria, por lo que no procede que la política monetaria pretenda compensar el impacto inicial sobre los precios, pero siempre plantean el reto de evitar una holgura monetaria excesiva que pudiera favorecer la propagación de los efectos de segunda ronda que podrían incubar tensiones más permanentes.

Estas circunstancias han obligado al BCE a mantener una estrecha vigilancia sobre el comportamiento de la inflación, a contracorriente de las tendencias dominantes

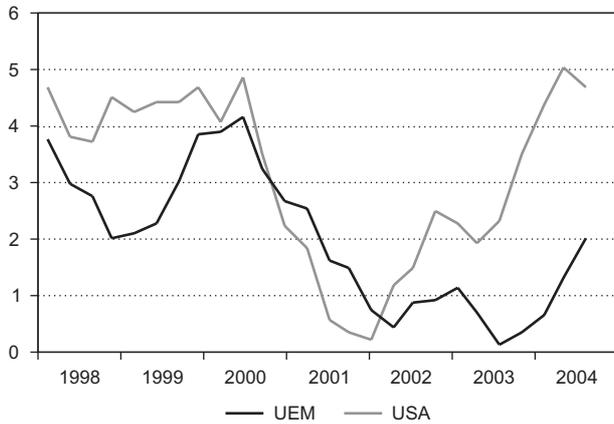
en otros bancos centrales, pero que ha resultado fundamental para enraizar desde el principio una sólida reputación antiinflacionista, una cuestión de gran relevancia para asegurar el éxito de la política monetaria frente a los tradicionales sesgos inflacionistas europeos.

Paralelamente, el crecimiento económico en el área ha sido relativamente decepcionante durante la mayor parte del período, debido sobre todo a la debilidad de la demanda interior resultante de la atonía del consumo privado y del negativo comportamiento de la inversión productiva (Gráfico 1). El lanzamiento de la UEM coincidió con una coyuntura de marcada desaceleración que llevó a que la política monetaria común se estrenara con descensos de tipos de interés hasta alcanzar el 2,5 por 100. Las condiciones monetarias holgadas vieron reforzado su efecto expansivo por la depreciación del euro, que activó el resorte de la demanda exterior neta. Conforme la recuperación se fue afianzando, los tipos de interés volvieron a zonas más elevadas y acordes con los riesgos inflacionistas presentes. Sin embargo, la expectativa de que la economía del área contribuyera a tomar el relevo de la economía americana cuando ésta entró en recesión no se vio confirmada. La capacidad de crecimiento del área en un contexto exterior adverso resultó muy limitada como consecuencia de la precariedad de los factores en los que se apoyaba el crecimiento de la demanda interior. El resultado fue que la economía europea quedó atrapada en una fase prolongada de debilidad con dos episodios de desaceleración (en forma de W). Aunque se logró soslayar la recesión, a diferencia de la economía norteamericana, la reactivación ha tardado en llegar, tiene un carácter moderado y no está libre del riesgo de nuevas recaídas.

La valoración de todos estos factores a la luz de la estrategia adoptada llevó al BCE a practicar una política monetaria de signo expansivo en coherencia con el carácter contenido de los riesgos inflacionistas y con la debilidad de la demanda interna y del crecimiento en el área. El tono predominantemente expansivo se pone de manifiesto cuando se contemplan los niveles alcanzados por los tipos de interés, que se han situado en mínimos históricos, in-

GRÁFICO 1

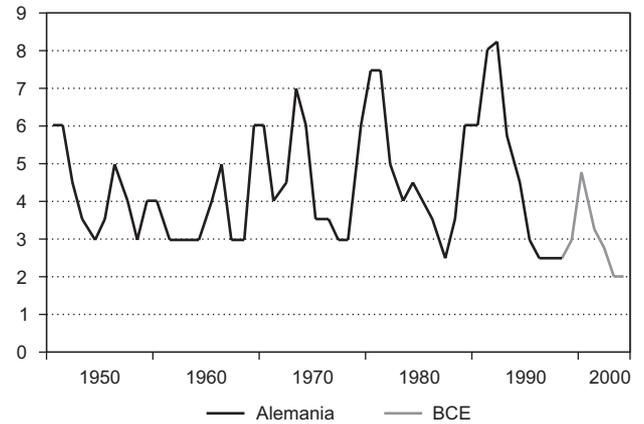
**CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB  
(En %)**



FUENTES: Eurostat, BCE, FMI, OCDE y Banco de España.

GRÁFICO 2

**TIPO DE INTERVENCIÓN  
(En %)**



FUENTES: Eurostat, BCE, FMI, OCDE y Banco de España.

cluso cuando se toma como referencia la trayectoria de Alemania, que es el país integrante con mayor tradición de estabilidad (Gráfico 2). A conclusiones similares se llega cuando se computan indicadores como la regla de Taylor o el índice de condiciones monetarias y financieras. La holgura de las condiciones monetarias se ha traducido en una rápida expansión de las diferentes medidas de liquidez en la zona y del agregado M3, que tiene atribuido un papel preferente en el análisis de las condiciones monetarias. Sin embargo, hay que tener en cuenta que se han registrado cambios importantes en las variables que determinan las decisiones de inversión financiera de los agentes y que dichos cambios han podido inducir un aumento de la preferencia por los activos más líquidos incluidos en las definiciones de los agregados monetarios. Todo ello ha hecho difícil la interpretación de los indicadores monetarios y la valoración del posible exceso de liquidez existente. Los cambios han podido llegar incluso a afectar a las propiedades de estabilidad a largo plazo de la demanda del agregado M3. El crédito al sector privado ha reaccionado, no obstante, en menor medida a las condiciones ex-

pansivas, sobre todo el destinado a las sociedades, que han estado sometidas a procesos de reestructuración destinados a producir su elevado rendimiento y que han encontrado vías de autofinanciación cuando se han recuperado los beneficios empresariales.

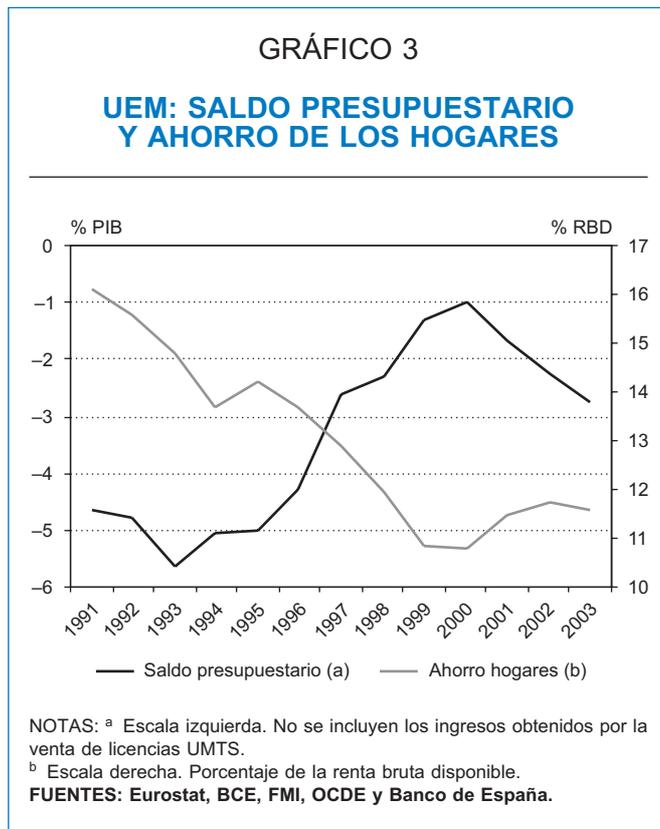
La política monetaria ha permitido mantener la inflación suficientemente controlada durante todo el período, a pesar de los impactos alcistas experimentados. Un comportamiento que puede ser considerado coherente con la cuantificación del concepto de estabilidad de los precios a medio plazo. Es cierto que durante una parte importante del período la tasa de variación interanual del IAPC (Índice Armonizado de Precios al Consumo) ha estado por encima del 2 por 100, pero hay que tener en cuenta que la definición adoptada no implica una regla de reacción mecánica a corto plazo y que la existencia de una secuencia de perturbaciones de carácter transitorio puede explicar que esa evolución no sea contradictoria con el respeto al objetivo proclamado. De hecho, las expectativas de inflación han continuado sólidamente ancladas en las proximidades de la definición cuantitativa del BCE. Éste es un gran re-

sultado que certifica el éxito de la estrategia seguida y que establece unas bases adecuadas para la eficiencia de la política monetaria del Eurosistema en el futuro. No tienen mucho fundamento, por tanto, las críticas como las formuladas por el Center for Economic and Political Research (CEPR) en su quinto ejercicio de vigilancia del BCE, según las cuales el BCE habría fallado en la persecución de su objetivo de estabilidad a medio plazo al aplicar una política más laxa que la que se derivaría de su estrategia (CEPR, 2004).

El carácter expansivo de la política monetaria, ajustado a la valoración de los riesgos existentes en el terreno de la inflación y a la situación económica del área, no ha sido, sin embargo, suficiente para impulsar un crecimiento más vigoroso de la zona porque el margen de la política monetaria para ser efectiva en este terreno es muy reducido, particularmente cuando los obstáculos al crecimiento proceden de la existencia de problemas estructurales o de falta de confianza de los agentes y cuando no cuenta con la colaboración necesaria de otras vertientes de la política económica.

Las políticas fiscales, que permanecen bajo la soberanía de los Estados miembros, se han visto drásticamente limitadas por el insuficiente avance en la consolidación presupuestaria al final del proceso de convergencia y en la corta fase de reactivación de los primeros años del período. En muchos países, el nuevo debilitamiento cíclico sobrevino cuando no se habían alcanzado todavía posiciones próximas al equilibrio presupuestario, de manera que el margen de actuación estabilizadora resultaba muy limitado —en algunos casos, prácticamente inexistente—. Se encontraban, por tanto, en el peor de los posibles escenarios, en el que incluso adoptando un tono restrictivo, y por lo tanto anticíclico, se exponían al riesgo de desbordar los límites marcados para el déficit público, sin que existieran circunstancias excepcionales, tal y como están en la regulación del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento, que pudieran justificar la desviación.

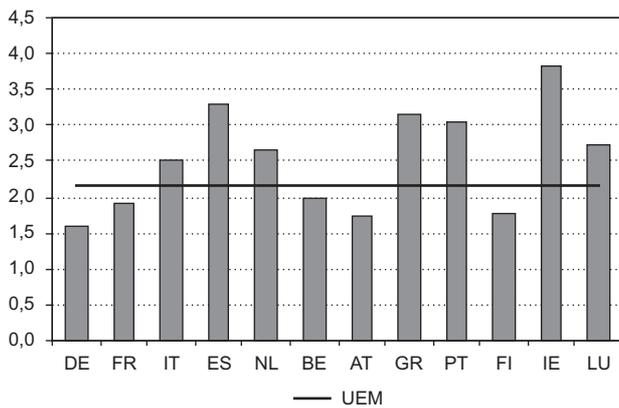
El resultado ha sido doblemente preocupante. Por un lado, la política fiscal no ha desempeñado un papel de estímulo que compensase el debilitamiento de la demanda



privada, ni ha servido de sostenimiento de la misma. De hecho, en la fase más reciente, los aumentos del déficit público medio del área han transcurrido paralelos a un aumento del ahorro del sector privado, de manera que los impulsos fiscales expansivos se han visto contrarrestados por el predominio de los efectos de carácter ricardiano (Gráfico 3). Por otro lado, aunque la existencia del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento ha actuado como un freno de las tendencias al desbordamiento fiscal, numerosos países han entrado en situación de déficit excesivo y, lo que es más grave, se han producido repetidos incumplimientos en los procedimientos de prevención y corrección establecidos en el Pacto. Es en este terreno en el que se han planteado los problemas más graves para el funcionamiento de la UEM, pues no cabe ignorar que la existencia de una política monetaria única sin el soporte de una unión política requiere unas reglas para el comportamiento de las políticas fiscales que sean creíbles y respetadas. De

GRÁFICO 4

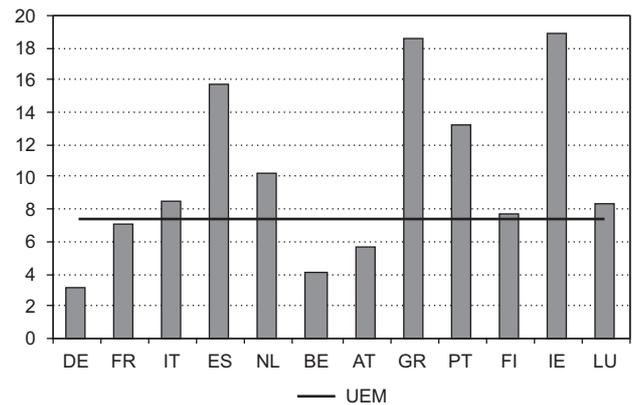
**ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS AL CONSUMO: CRECIMIENTO MEDIO 1999-2004 (En %)**



FUENTES: Eurostat, BCE, FMI, OCDE y Banco de España.

GRÁFICO 5

**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO: CRECIMIENTO MEDIO 1999-2004 (En %)**



FUENTES: Eurostat, BCE, FMI, OCDE y Banco de España.

ahí la trascendencia del debate que ha lanzado la Comisión Europea, y que está teniendo lugar en el momento en el que se escribe este artículo, sobre el restablecimiento de la efectividad y credibilidad del Pacto.

La persistente atonía de la demanda interior en la zona del euro y su dificultad para incorporarse a la dinamización de la economía mundial tiene mucho que ver con la existencia de rigideces estructurales, problemas de exceso de capacidad en sectores declinantes, insuficiente dinamismo innovador y tecnológico que demandan reformas estructurales, en la línea aprobada en la llamada Agenda de Lisboa. Algunos países han dado pasos en esta dirección, pero el progreso realizado está muy lejos de las metas fijadas y el insuficiente impulso reformador, en su alcance y en su ritmo de implementación, está influyendo negativamente en la confianza de los agentes y en la predisposición a la inversión productiva, por lo que no es sólo un problema de medio y largo plazo, sino que también influye en la debilidad de la coyuntura.

Las trabas de diversa índole con las que han operado las ramas de las políticas económicas diferentes de la monetaria, que permanecen bajo control de las autoridades nacionales, han determinado una combinación resultante de políticas que, si bien no ha puesto en peligro los objetivos generales de estabilidad, tampoco ha aportado las condiciones más adecuadas para favorecer un dinamismo económico sostenible en el conjunto del área. Esta experiencia revela que el buen funcionamiento de la UEM, y su fortalecimiento, requieren una contribución más efectiva de las políticas económicas nacionales de la que han prestado durante los primeros años de existencia. Éste es un terreno en el que la política monetaria no puede actuar, pero el BCE puede jugar y juega un papel importante en la comunicación y en la persuasión de las autoridades y los agentes.

Los problemas de adecuación de las políticas económicas nacionales inciden también en divergencias que existen dentro de una zona tan amplia y heterogénea, comparada con otras áreas monetarias que coinciden

con Estados soberanos. La integración monetaria ha puesto a las economías participantes al abrigo de la principal fuente de perturbaciones asimétricas, que era la vulnerabilidad de las monedas nacionales a las turbulencias financieras, pero han persistido algunos factores de divergencia. En los esfuerzos de preparación de los países para la entrada en la UEM se avanzó en la convergencia cíclica, pero diversos indicadores muestran que desde su inicio no se ha seguido progresando (Camacho, Pérez Quirós y Saiz, 2004).

En el terreno de la inflación, aunque los diferenciales se mantienen dentro de cotas moderadas, no muy diferentes de los experimentados a nivel regional dentro de los Estados (Alberola y Marqués, 1999), la persistencia de las desviaciones que registran algunos países es indicativa de situaciones específicas que reflejan, junto a algunos factores positivos como el avance en la convergencia real, tensiones derivadas de la insuficiente flexibilidad de respuesta de la oferta a unas presiones de demanda resultante de la holgura de las condiciones monetarias comunes (Benigno y López-Salido, 2002). Igualmente, el diferente grado de adecuación de los condiciones monetarias comunes a las diversas situaciones de las economías nacionales se ha manifestado en ritmos muy diferenciados de expansión de la financiación al sector privado, particularmente a las familias, y de aumento de los precios de los activos inmobiliarios que, en algunos países, pueden implicar la presencia de desequilibrios cuyo agravamiento podría desembocar en ajustes perjudiciales para su crecimiento (Gráficos 4 y 5).

Todas estas situaciones de divergencias son indicativas del papel que las políticas nacionales tienen que desempeñar para que las economías integradas en la Unión Monetaria se desenvuelvan con un crecimiento equilibrado, dadas exteriormente las condiciones monetarias comunes. Un terreno en el que los BCN tienen que ejercer labores importantes de análisis y comunicación para diagnosticar los problemas potenciales, alertar de sus riesgos y contribuir a movilizar las acciones de política económica pertinentes, actuando así como la voz del Eurosistema ante su respectiva economía nacional.

## Referencias bibliográficas

- [1] ALBEROLA, E. y MARQUÉS, J. M. (1999): «On the Relevance and Nature of Regional Inflation Differentials: the Case of Spain», Banco de España, *Working Paper*, número 9.913.
- [2] BANCO CENTRAL EUROPEO (2003a): Boletín Mensual de mayo.
- [3] BANCO CENTRAL EUROPEO (2003b): «Inflation Differentials in the Euro Area: Potential Causes and Policy Implications», septiembre.
- [4] BANCO CENTRAL EUROPEO (2003c): «Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy», Otmar Issing (ed.), noviembre.
- [5] BANCO CENTRAL EUROPEO (2004a): «The Monetary Policy of the ECB».
- [6] BANCO CENTRAL EUROPEO (2004b): «La Aplicación de la Política Monetaria en la Zona del Euro».
- [7] BENIGNO, P. y LÓPEZ-SALIDO, J. D. (2002): «Inflation Persistence and Optimal Monetary Policy in the Euro Area», Banco de España, *Working Paper*, número 0215.
- [8] BERNANKE, B. S. y REINHART, V. R. (2004): «Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates», Federal Reserve Board, enero.
- [9] CABRERO, A.; CHULIÁ, C. y MILLARUELO, A. (2003): «Una Valoración de las Divergencias Macroeconómicas en la UEM», Banco de España, *Documento Ocasional*, número 0304.
- [10] CAMACHO, M.; PÉREZ-QUIRÓS, G. y SAIZ, L. (2004): «Are European Business Cycles Close Enough to be Just One», Banco de España, *Working Paper*, número 0408.
- [11] CARPENTER, S. B. (2004): «Transparency and Monetary Policy: What Does the Academic Literature Tell Policymakers?», *Board of Governors*, Federal Reserve System, abril.
- [12] CENTRE FOR ECONOMIC POLICY RESEARCH (2004): «Monitoring the European Central Bank Volume 5: "The Monetary Policy Strategy of the ECB Reconsidered"».
- [13] MALO DE MOLINA, J. L. y RESTOY, F. (2004): «Evolución Reciente del Patrimonio de Empresas y Familias en España: Implicaciones Macroeconómicas». Banco de España, *Documento Ocasional*, número 0402.
- [14] MCCALLUM, B. T. (2003): «Misconceptions Regarding Rules vs. Discretion for Monetary Policy», *Shadow Open Market Committee*, noviembre.
- [15] PAPADEMOS, L. (2004): «Policy-making in EMU: Strategies, Rules and Discretion», *discurso pronunciado por el Vicepresidente del BCE en el Banco de España*, abril.
- [16] PEÑALOSA, J. M. (2004): «La Política Fiscal en la Unión Europea: ¿cuánta disciplina es necesaria y cómo imponerla?», Instituto de Estudios Fiscales: "Presupuesto y Gasto Público 35-(2/2004)".
- [17] REINHART, V. (2003): «Making Monetary Policy in an Uncertain World», agosto.
- [18] RESTOY, F. (2002): «La Política Monetaria del Eurosistema», *Papeles de Economía Española*, número 91, «Los desafíos de la construcción europea».