

ACTO DE ENTREGA DEL VI PREMIO GERMÁN BERNÁCER

Madrid, 21 de mayo de 2007

MIGUEL FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ
GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA

DISCURSO DE APERTURA

Es un gran honor para mí abrir esta ceremonia de entrega del VI Premio Germán Bernácer. Quisiera que mis primeras palabras fueran de agradecimiento a Jean-Claude Trichet, presidente del Banco Central Europeo, por su visita al Banco de España y su presencia entre nosotros en este acto. Quisiera también agradecer a los organizadores y patrocinadores del premio Germán Bernácer que han consolidado esta excelente iniciativa que apoya la investigación económica de jóvenes investigadores en los campos de la macroeconomía, la política monetaria y la economía financiera.

Hay varias razones por las que el Banco de España considera que esta iniciativa es digna de apoyo. Siendo un premio a las contribuciones relevantes de la investigación académica en temas próximos a las tareas de los bancos centrales, en sus seis ediciones, el Premio Germán Bernácer ha distinguido a economistas europeos que, a pesar de su juventud, han alcanzado una reputación internacional excelente por sus importantes contribuciones a la Economía monetaria y financiera. La lista de premiados, que incluye a los profesores Phillip Lane, Jose Manuel Campa, Luigi Zingales, Stephanie Schmitt-Grohé, Monika Piazzesi, y, en esta ocasión a, Hélène Rey, es extremadamente ilustrativa de los elevados patrones de excelencia académica que este Premio avala. Finalmente,

hay una razón sentimental; déjenme recordarles que este premio lleva el nombre de un economista español distinguido que trabajó en el Banco de España, como jefe de su departamento de estudios desde 1931 y, que, a pesar del aislamiento de la profesión económica española de aquella época, alcanzó notable reconocimiento por sus trabajos.

Me gustaría finalizar mi discurso felicitando a la Profesora Hélène Rey, que ha llevado a cabo una investigación muy relevante sobre los determinantes y consecuencias del comercio exterior y los desequilibrios financieros, la teoría de las crisis financieras, y la internacionalización de las monedas. Sus contribuciones ayudan a mejorar nuestra comprensión de las conexiones entre la globalización, los tipos de cambio y los mercados exteriores, el riesgo cambiario y las decisiones internacionales de cartera, los flujos financieros internacionales, el ajuste ante desequilibrios globales, y los efectos de la liberalización financiera en mercados emergentes. El impacto de sus contribuciones en el mundo académico ha sido elevado, como demuestran sus numerosas publicaciones en las revistas más prestigiosas. También los responsables de la política económica y los banqueros centrales deberían conocer sus resultados por sus importantes consecuencias en el actual contexto de creciente integración financiera internacional.

A continuación tiene la palabra el presidente del Banco Central Europeo, Mr. Trichet, que desarrollará este punto acerca de las relaciones entre investigación académica y la banca central.

Muchas gracias.

ACTO DE ENTREGA DEL VI PREMIO GERMÁN BERNÁCER

Madrid, 21 de mayo de 2007

JEAN-CLAUDE TRICHET
PRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

EL PAPEL DE LA INVESTIGACIÓN EN LOS BANCOS CENTRALES Y EN EL BCE

Señoras y señores:

Es para mí un privilegio y un honor entregar hoy el Premio Germán Bernácer de Economía 2006 a Hélène Rey, Profesora de Economía y Asuntos Internacionales de la Universidad de Princeton, por su extraordinaria labor de investigación sobre la globalización financiera, los tipos de cambio y los mercados de capitales.

Me agrada pensar que el Eurosistema ha contribuido, en cierta medida, a la brillante carrera de Hélène Rey y a su compleja labor de investigación. Primero en 1998 y, posteriormente, en 2003 y en 2004, se le concedieron becas de investigación de la «Fondation Banque de France». Más recientemente, en 2005, la Red de Investigación sobre mercados de capital e integración financiera en Europa (*Capital Markets and Financial Integration in Europe*) le concedió una beca del programa de investigación *Lamfalussy Fellowship*, que coordinan conjuntamente el Banco Central Europeo y el Centro de Estudios Financieros de la Universidad Goethe, de Fráncfort.

El apoyo financiero a jóvenes y destacados economistas europeos es una de las diversas formas en que el BCE y los bancos centrales nacionales de la zona del euro contribuyen a potenciar la investigación en el ámbito de la economía monetaria y financiera, lo que me lleva

al tema principal de mi intervención: el papel y el alcance de la investigación en el BCE y, de forma más general, en los bancos centrales.

El objetivo de la investigación económica realizada en el BCE es sentar unas bases conceptuales y empíricas sólidas para la formulación de la política monetaria y contribuir a una comunicación eficaz de las correspondientes decisiones al público. Más concretamente, lo que se persigue, ante todo, es lograr un conocimiento más profundo del funcionamiento de la economía de la zona del euro y proporcionar modelos, herramientas y análisis de alta calidad que sean relevantes para la ejecución de la política monetaria y el desempeño de las demás tareas y funciones del BCE.

Raras veces se cuestionan el propósito principal o los objetivos concretos de las actividades de investigación en los bancos centrales. No obstante, la cuestión de si éstos deben ser *productores* o limitarse a ser meros *consumidores* de investigación es objeto de debate. ¿Deben asignar los bancos centrales recursos a costosos proyectos internos de investigación o, en su lugar, adquirir un producto proveniente de las universidades y de otras instituciones? Pueden mencionarse al menos cuatro razones por las que el BCE —al igual que otros bancos centrales— ha decidido desarrollar su propia capacidad de investigación desde el principio.

En primer lugar, los bancos centrales necesitan economistas que orienten su labor a la investigación, para mantenerse al tanto de la evolución económica y reconocer su potencial relevancia para la formulación de la política monetaria. Permítanme ofrecerles un ejemplo basado en la sostenibilidad de los desequilibrios externos de un país, un tema al que la profesora Rey ha contribuido significativamente con su trabajo. Recientemente, la literatura económica ha señalado los límites de los enfoques tradicionales sobre balanza de pagos, en virtud de los cuales, la depreciación de la moneda causa gran parte del ajuste necesario para corregir el déficit por cuenta corriente de un país. Estos enfoques no captan las consecuencias

de la globalización financiera para la sostenibilidad y el ajuste de la posición frente al exterior. Cuando se producen variaciones en el rendimiento de los activos, las tenencias de activos transfronterizos introducen efectos de valoración que desvinculan la evolución de los activos exteriores netos de la de la cuenta corriente, alterando así el papel de la balanza comercial en la corrección de la posición frente al exterior de un país. Los trabajos de investigación realizados recientemente en el BCE han hecho hincapié en algunas de las consecuencias de estas conclusiones para la política monetaria. Por ejemplo, los bancos centrales han de tener presente el mayor impacto que producen las variaciones de los tipos de interés y de los precios de los activos sobre el ajuste de los desequilibrios externos a través de los efectos de valoración. Además, es importante identificar el origen de un determinado déficit por cuenta corriente, a fin de calcular la depreciación necesaria para corregirlo, porque los tipos de interés y los precios de los activos se verán afectados de distinta manera en función de la fuente del desequilibrio.

Una segunda razón para llevar a cabo actividades de investigación en un banco central es que es posible que la comunicación entre los investigadores del mundo académico y los responsables de la toma de decisiones políticas no siempre funcionen de manera eficaz o fluida. Uno de los principales objetivos de la investigación en los bancos centrales es corregir esa deficiencia y brindar oportunidades de interacción con la comunidad académica, a fin de poder exponer y debatir opiniones diversas. Por ejemplo, en el BCE estamos convencidos de la importancia de realizar un minucioso seguimiento de la evolución monetaria para la instrumentación de la política monetaria y para el anclaje de las expectativas de inflación. Esta opinión se sustenta en la sólida relación empírica que existe entre el crecimiento monetario y la inflación a largo plazo, así como en consideraciones teóricas relativas a la capacidad de los agregados monetarios y crediticios para indicar los desequilibrios en el sistema financiero y los riesgos inflacionistas. Desde la perspectiva de la experiencia

histórica, el análisis de la evolución monetaria ha ayudado al BCE a evaluar los riesgos para la estabilidad de precios, a identificar la naturaleza de las perturbaciones que han afectado a la zona del euro y a señalar la orientación a medio plazo de la política monetaria, algo que ha sido un factor clave para anclar las expectativas de los agentes y establecer el alto grado de credibilidad de que goza la institución. No obstante esta positiva evaluación del papel que desempeña el pilar monetario, el BCE se ha mantenido abierto a la crítica y al debate. Sirva como ejemplo la cuarta conferencia del BCE sobre banca central, en la que se analizó el papel del dinero y de la política monetaria en el siglo XXI (*The role of Money and Monetary Policy in the Twenty-First Century*), conferencia en la que el BCE participó en un debate abierto sobre este tema tan importante con representantes del mundo académico.

Un tercer argumento para que los bancos centrales inviertan en actividades de investigación es que la competencia con el mundo académico garantiza un seguimiento adecuado de la calidad de los modelos y de las herramientas analíticas utilizadas en la política económica. Por ejemplo, el nuevo modelo para el conjunto de la zona del euro (*New Area-Wide Model*) es un modelo macroeconómico estructural para la zona, que ha sido desarrollado por expertos de la Dirección General de Estudios para realizar ejercicios de simulación y análisis de escenarios. El modelo se utiliza también, de forma habitual, para producir trabajos cuyos resultados se presentan en conferencias del entorno académico y en seminarios organizados por los bancos centrales. Esto permite contrastar la calidad y garantiza que todo modelo utilizado para el análisis de la política monetaria se ajuste a las normas más exigentes.

Por último, la cuarta razón para invertir recursos en actividades de investigación es que, a veces, el proceso de política monetaria requiere disponer de resultados de trabajos de investigación de los que todavía no se dispone en las universidades o en otros centros de investigación. En ocasiones, el BCE ha identificado cuestiones que son de importancia crucial

para entender el impacto de la política monetaria en la zona del euro, sobre las que la información disponible era limitada. En consecuencia, el BCE decidió dirigir y coordinar proyectos de investigación a través de redes del Eurosistema, en los que participaron el BCE y los bancos centrales nacionales de la zona del euro. La red sobre transmisión monetaria del Eurosistema (*Monetary Transmission Network*) realizó, durante tres años, análisis empíricos del mecanismo de transmisión de la política monetaria en la zona del euro, que se había creado recientemente. Se utilizaron datos macroeconómicos de series temporales para estimar diversos modelos econométricos de la transmisión a escala nacional y de la zona del euro, y datos microeconómicos para medir los efectos de la política monetaria sobre la inversión de las sociedades no financieras y sobre los criterios de concesión de los créditos aplicados por las entidades de crédito. Los trabajos realizados durante dos años en el marco de la red sobre la persistencia de la inflación (*Inflation Persistence Network*) tenían por objeto conocer mejor los patrones y los factores determinantes de la persistencia de la inflación. La red tuvo a su disposición un conjunto de datos sin precedentes. En numerosos países de la zona del euro se proporcionaron las bases de datos de precios individuales utilizadas para la elaboración de los índices de precios de consumo y de producción. También se realizaron encuestas sobre el proceso de formación de precios en nueve países de la zona del euro. Estas bases de datos permitieron entender el comportamiento de los responsables de la fijación de los precios, examinar los factores determinantes de las rigideces nominales y contrastar empíricamente modelos alternativos de fijación de precios para la zona del euro. Finalmente, la red sobre la dinámica de los salarios (*Wage Dynamics Network*), actualmente activa, tiene por objeto identificar las fuentes y las características de la dinámica de los salarios y de los costes laborales más relevantes para la política monetaria, así como aclarar la relación que existe entre salarios, costes laborales y precios, tanto a escala macroeconómica como microeconómica.

El BCE es consciente de que la investigación se ve potenciada si está abierta a las ideas de otras instituciones y a los últimos avances en la materia. Esta apertura se consigue principalmente mediante la organización de seminarios y conferencias periódicos. Aparte de los seminarios internos impartidos por empleados, el BCE organiza semanalmente un seminario con ponentes invitados y, conjuntamente con el Centro de Estudios Financieros y el Deutsche Bundesbank, un almuerzo-seminario. También organiza diversas conferencias y seminarios prácticos. En 2006, el BCE organizó, junto con otras instituciones, catorce conferencias sobre una amplia variedad de temas, como teoría y práctica de la política monetaria, salarios y costes laborales, integración y estabilidad financieras, sistemas financieros y crecimiento económico, cuestiones relacionadas con los sistemas de pago y liquidación, globalización e integración financieras, y cuentas nacionales. Naturalmente, las cuestiones de política monetaria reciben especial atención. A este respecto, el BCE, junto con el Comité de Gobernadores de la Reserva Federal de Estados Unidos, el Centro de Estudios Germánicos y Europeos de la Universidad de Georgetown, y el Centro de Estudios Financieros de la Universidad Goethe, patrocina el «Foro de Investigación Internacional sobre Política Monetaria», cuyo objetivo es promover la investigación sobre aspectos de la política monetaria que sean relevantes desde una perspectiva internacional, mediante la organización de conferencias que se celebran alternativamente en la zona del euro y en Estados Unidos. Otra forma importante de darse a conocer en el exterior es a través de la labor de investigadores visitantes y consultores. Desde el año 2006, el BCE concede todos los años una beca de investigación en el marco del Programa *Wim Duisenberg Fellowship*, que está abierto a expertos de prestigio internacional seleccionados para realizar trabajos de investigación en el BCE. El objetivo de este programa es promover proyectos de investigación de alta calidad académica relevantes para la política monetaria. El BCE cuenta

con la colaboración de varios consultores visitantes que aportan sus conocimientos técnicos en proyectos de gran envergadura o en actividades de investigación.

La investigación económica que se realiza en el BCE tiene importantes repercusiones externas, a través de varios canales, entre los que se incluyen la presentación de los resultados de trabajos de investigación en seminarios y conferencias internacionales, la divulgación de las conclusiones de los trabajos de las redes, la elaboración de nuevas series de datos, modelos y metodologías, y la publicación de los trabajos de investigación del BCE. Entre las formas de dar a conocer estos trabajos destaca la Serie de Documentos de Trabajo. En el año 2006 se publicaron 137 documentos de trabajo, y en 90 de ellos participaron empleados del BCE como autores o coautores. Este volumen de trabajos de investigación sitúa al BCE en un lugar destacado en el ámbito de la investigación económica, si se compara con el de con otras instituciones similares en cuanto a personal y cometidos (como la Reserva Federal).

Naturalmente, el hecho de que el BCE realice sus propios trabajos de investigación y análisis económico no significa que no apoye la investigación realizada fuera de la institución ni que no utilice sus resultados. Por ejemplo, actualmente, el BCE colabora con dos redes de investigación en la que participan centros de investigación ajenos al ámbito del Eurosistema. Ya he mencionado la red sobre mercados de capitales e integración financiera en Europa (*Capital Markets and Financial Integration in Europe*), una iniciativa puesta en marcha por el BCE y el Centro de Estudios Financieros, con el fin de impulsar la investigación sobre la integración financiera y las estructuras de los sistemas financieros en Europa, y sobre los vínculos entre Europa, Estados Unidos y Japón. La segunda es la red de estudio del ciclo económico de la zona del euro (*Euro Area Business Cycle Network*), en la que participan el BCE, los bancos centrales nacionales de la zona del euro, el Banco de Inglaterra y el *Centre for Economic Policy Research*. Su objetivo es conocer mejor el ciclo económico de la zona

del euro promoviendo la realización de análisis empíricos sobre este tema. El BCE también colabora con el *Centre for Economic Policy Research* y en otras actividades de investigación desarrolladas fuera del Banco.

Para concluir, quisiera expresar mi convicción de que los bancos centrales necesitan realizar trabajos de investigación de alta calidad sobre economía monetaria y financiera. Aunque es posible que la investigación general de carácter académico sea más apropiada para universidades y centros de investigación, todavía quedan áreas en las que los economistas de los bancos centrales pueden llevar a cabo actividades de investigación que sean relevantes para la ejecución de la política monetaria y para las demás funciones y cometidos propios de un banco central.

Muchas gracias por su atención.