

EL MARCO GENERAL
DE LA POLÍTICA
MONETARIA ÚNICA:
RACIONALIDAD,
CONSECUENCIAS
Y CUESTIONES
PENDIENTES

José Viñals

EL MARCO GENERAL DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA: RACIONALIDAD, CONSECUENCIAS Y CUESTIONES PENDIENTES

José Viñals (*)

(*) Banco de España y Center for Economic Policy Research. Trabajo presentado en las Jornadas sobre «El euro y sus repercusiones sobre la economía española», organizadas por la Fundación BBV en San Sebastián, los días 26 y 27 de noviembre de 1998. Agradezco los comentarios y sugerencias de Ramón Caminal, Daniel Gros, David López-Salido, Miguel Sebastián y de los participantes en las Jornadas. Las opiniones y juicios contenidos en este trabajo son exclusivamente personales y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Banco de España - Servicio de Estudios
Documento de Trabajo nº 9907

El Banco de España, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

El Banco de España difunde sus informes más importantes, así como los Indicadores económicos, a través de las redes INTERNET e INFOVÍA.PLUS en la dirección <http://www.bde.es>.

ISSN: 0213-2710

ISBN: 84-7793-660-9

Depósito legal: M. 13325-1999

Imprenta del Banco de España

Resumen

El objeto de este trabajo es ofrecer un análisis panorámico del marco institucional y estratégico que rige la política monetaria única y de las razones que se encuentran tras su diseño, así como identificar los principales retos a los que va a enfrentarse el Sistema Europeo de Bancos Centrales a la hora de conducir la política monetaria única. La primera parte describe el marco institucional de la política monetaria única, que viene configurado por una serie de normas jurídicas que sitúan la estabilidad de precios como el fin primordial de la política monetaria única y conceden a la nueva autoridad monetaria un grado muy elevado de independencia para alcanzar dicha meta. A la hora de analizar dicho marco institucional, se examinan los diversos supuestos económicos sobre los que descansa el entronamiento de la estabilidad de precios como el fin primordial de la política monetaria única. Posteriormente, se procede a valorar en qué medida cabe confiar en que la independencia real del Sistema Europeo de Bancos Centrales vaya pareja con su independencia legal, y qué consecuencias se derivan de la asimetría de poder que se percibe entre una autoridad monetaria de ámbito supranacional y las autoridades económicas nacionales. Por último, se describe la racionalidad que hay tras las disposiciones legales tendentes a evitar que otras políticas -presupuestaria, financiera y cambiaria- interfieran en la misión de la política monetaria única. La segunda parte del trabajo se centra en examinar el marco estratégico que rige las decisiones referentes a la formulación de la política monetaria única. Para ello, se hace un análisis de cómo se han desarrollado, en estos últimos años, los trabajos preparatorios de la elección del esquema de política monetaria y, posteriormente, se explica y valora la estrategia finalmente adoptada por el Consejo de Gobierno del Sistema Europeo de Bancos Centrales para conducir la política monetaria única.

CONTENIDO

INTRODUCCIÓN

1. EL MARCO INSTITUCIONAL

1.1. La estabilidad de precios como fin primordial

1.1.1. Los costes de la inflación

1.1.2. La naturaleza de la inflación

1.1.3. Conflictos entre objetivos

1.2. La independencia

1.2.1. Independencia legal, independencia real y actitudes nacionales

1.2.2. Asimetría entre el poder monetario y el poder económico

1.2.3. Otras políticas

2. EL MARCO ESTRATÉGICO

2.1. Los trabajos preparatorios

2.2. La estrategia finalmente adoptada

3. CONCLUSIÓN

INTRODUCCIÓN

El comienzo de la Unión Económica y Monetaria Europea (UME) entraña la aplicación de una política monetaria única en el área del euro, constituida inicialmente por once estados miembros de la Unión Europea que, en conjunto, tienen un PIB que representa el 29% del total mundial y una población de 280 millones de habitantes.

Es indudable que el establecimiento de la unión monetaria constituye un hito en el proceso de construcción europea, al culminar el proceso de integración económica iniciado hace algo más de cuatro décadas con la firma del Tratado de Roma, y al sentar unas bases comunes que, con el paso del tiempo, pueden contribuir a reforzar los vínculos políticos entre los países participantes.

Aunque la entrada en vigor de la unión monetaria entraña transformaciones fundamentales en ámbitos que van más allá de los puramente económicos y aunque, en el plano estrictamente económico, no solo supone un cambio de régimen para la política monetaria sino también para la política presupuestaria -en virtud de las normas de disciplina contenidas en el Tratado de Maastricht y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento-, no hay que perder de vista que el aspecto más esencial lo constituye la política monetaria única. De ahí que este trabajo se oriente fundamentalmente a reflexionar sobre algunas cuestiones relacionadas con la política monetaria en el área del euro.

Más que incidir en cuestiones técnicas, el objeto de este trabajo es ofrecer un análisis panorámico del marco institucional y estratégico que rige la política monetaria única y de las razones que se encuentran tras su diseño, así como identificar los principales retos a los que va a enfrentarse el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) a la hora de conducir la política monetaria única⁽¹⁾.

La sección 1 describe el marco institucional de la política monetaria única, que viene configurado por una serie de normas jurídicas que sitúan la estabilidad de precios como el fin primordial de la política monetaria única y conceden a la nueva

⁽¹⁾ Además del marco institucional y estratégico de la política monetaria única, existe el marco operativo, que se refiere a la ejecución de la misma y que se describe con detalle en BCE (1998a).

autoridad monetaria un grado muy elevado de independencia para alcanzar dicha meta. A la hora de analizar dicho marco institucional, se comienza examinando los diversos supuestos económicos sobre los que descansa el entronamiento de la estabilidad de precios como el fin primordial de la política monetaria única. Posteriormente, se procede a valorar en qué medida se puede confiar en que la independencia real del Sistema Europeo de Bancos Centrales vaya pareja con su independencia legal, y qué consecuencias se derivan de la asimetría de poder que se percibe entre una autoridad monetaria de ámbito supranacional y las autoridades económicas nacionales. Por último, se describe la racionalidad que hay tras las disposiciones legales tendentes a evitar que otras políticas -presupuestaria, financiera y cambiaria- interfieran en la misión de la política monetaria única.

La sección 2 se centra en examinar el marco estratégico que rige las decisiones referentes a la formulación de la política monetaria única. Para ello, se hace un análisis de cómo se han desarrollado, en estos últimos años, los trabajos preparatorios de la elección del esquema de política monetaria por parte del SEBC y, con posterioridad, se explica y valora la estrategia finalmente adoptada el 13 de octubre de 1998 por el Consejo de Gobierno del SEBC para conducir la política monetaria única. El trabajo finaliza con unas breves conclusiones.

1. EL MARCO INSTITUCIONAL

El entramado jurídico-institucional en el que se sustenta la política monetaria única viene claramente establecido en el Tratado de la Unión Europea y, concretamente, en el protocolo anejo que contiene el Estatuto del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (BCE). Los principios básicos que sienta el Tratado, por lo que respecta a la política monetaria única, se refieren a su fin primordial y al grado de independencia de la nueva autoridad monetaria europea.

1.1. La estabilidad de precios como fin primordial

El Tratado establece con carácter inequívoco que la estabilidad de precios en el conjunto del área del euro constituye el fin primordial de la política monetaria. Aunque legalmente no se define lo que debe entenderse por estabilidad de precios ni se especifica en qué horizonte debe ser esta alcanzada por la política monetaria, lo

que se deja al juicio del SEBC, la preferencia que se otorga al objetivo de estabilidad de precios descansa en el convencimiento de las autoridades que participaron en la redacción del Tratado: a) de que la inflación es un fenómeno que entraña costes sociales elevados; b) de que su evolución en el medio plazo obedece fundamentalmente a causas monetarias, y, por tanto, que el mejor servicio que la política monetaria puede rendir al bienestar económico de la sociedad es preservar un grado elevado de estabilidad nominal, y c) de que esto solo puede lograrse de forma eficaz si se evitan los conflictos que, inevitablemente, tienen lugar cuando la política monetaria está sujeta al mandato legal de alcanzar simultáneamente objetivos de naturaleza tan diversa como una baja inflación y un elevado crecimiento o la promoción del empleo. Ahora bien, ¿está suficientemente justificado este convencimiento a la luz de los principios económicos y de la experiencia?

1.1.1. Los costes de la inflación

Por lo que respecta a los costes de inflación, estos surgen cuando la economía se desvía durante un período prolongado de lo que constituye una situación de estabilidad de precios, esta última entendida -siguiendo a Alan Greenspan- como una tasa de inflación lo suficientemente reducida como para no perturbar los procesos de toma de decisiones de los agentes económicos. Esta interpretación pragmática de la estabilidad de precios -en contraste con lo que sería una interpretación estricta de constancia en el nivel general de precios- tiene la virtud de tener en cuenta la existencia de sesgos en la medición estadística de la verdadera evolución del coste de la vida a través de los índices de precios de consumo, así como los riesgos económicos en los que se incurriría si se impidiera que existiese una tasa mínima de inflación capaz de acomodar, con regularidad, las necesarias variaciones de precios relativos en economías como las actuales, caracterizadas por la existencia de rigideces nominales a la baja en los precios y los salarios [Tobin (1972), y Akerlof, Dickens y Perry (1996)].

Si se acepta el punto anterior, el paso siguiente es averiguar cómo percibe el público los costes de la inflación. A este respecto, algunas encuestas cuidadosas -como las realizadas recientemente por Robert Shiller (1996)- muestran que el público cree que la inflación es dañina porque erosiona el nivel de vida. Sin embargo, los resultados de estas encuestas son mucho menos claros respecto a cuáles son, en la percepción de la gente, los canales específicos a través de los que se provoca esta erosión. En consecuencia, desde un punto de vista estrictamente

económico, resulta necesario proporcionar una explicación conceptualmente convincente y con sustento empírico acerca de las diferentes vías a través de las que la inflación puede empeorar los niveles de vida y bienestar de la población.

Por lo que se refiere a cuáles son, concretamente, los costes que vienen asociados con la inflación, conviene distinguir entre inflación prevista e imprevista⁽²⁾. Respecto a los primeros, junto a los suficientemente conocidos "shoe-leather" y "costes de menú", los costes más importantes son los que se derivan del impacto que la inflación tiene en la asignación de los recursos cuando el marco impositivo, legal y contractual mantiene rigideces nominales que le impiden internalizar y neutralizar plenamente los efectos de la inflación. Y respecto a los costes ligados a la inflación imprevista, estos surgen como consecuencia de que la incertidumbre y volatilidad de la inflación impiden el correcto funcionamiento del sistema de precios y distorsiona los procesos de asignación de los recursos. En cualquier caso, en la medida en que la inflación no sea prevista o, aunque lo sea, en la medida que afecte a los derechos y obligaciones pecuniarios del público, es de esperar que incida en la distribución de la renta y la riqueza, perjudicando especialmente a los sectores de la sociedad más desfavorecidos, que son los que disponen de menos conocimientos y recursos para protegerse de la inflación.

La evidencia empírica disponible acerca de qué importantes son los costes de la inflación, generalmente parte de la base de que, con independencia de cuáles sean los canales específicos a través de los que la inflación deja sentir sus efectos, sus costes deben manifestarse, eventualmente, en una erosión del nivel y/o del ritmo de crecimiento de la renta per cápita. Ahora bien, dado que los estudios empíricos disponibles difieren significativamente en cuanto a su cobertura geográfica y al período de tiempo que abarcan, no debe resultar sorprendente que sus resultados también difieran considerablemente. Por otra parte, muchos de estos estudios son susceptibles de crítica, debido al hecho de que, tanto la inflación como el crecimiento son, ambos, variables que vienen mutuamente determinadas en un marco de equilibrio general, dependiendo la relación que exista entre ellas, en última instancia, de las políticas económicas seguidas en los diversos países.

⁽²⁾ Véanse, entre otros, los artículos de Fischer y Modigliani (1978), Driffil, Mizon Ulph (1980), Edey (1994), Fischer (1994), Briault (1995) y Viñals (1996).

Ahora bien, sin perjuicio de lo anterior, sí pueden aceptarse como válidos los resultados de los estudios de panel, que adoptan un marco teórico firmemente anclado en la teoría del crecimiento, de que los países que entran en un proceso inflacionista, incluso partiendo de tasas relativamente moderadas, nunca experimentan una mejora del nivel ni del ritmo de crecimiento de su renta per cápita, siendo, en cambio, altamente probable que sus perspectivas económicas se deterioren [Fischer (1991) y (1994), De Gregorio (1996), y Andrés y Hernando (1999)].

Estas conclusiones, procedentes del análisis del comportamiento de paneles de países, se ven refrendadas por otros estudios de carácter exclusivamente nacional, que tratan de comparar de una manera más minuciosa y estructurada los costes y los beneficios que vienen asociados con el paso de una situación de inflación moderada e incluso baja a otra de estabilidad de precios. Los resultados de algunos trabajos recientes, realizados bajo los auspicios del National Bureau of Economic Research [Feldstein (1999)], sugieren que los beneficios netos, en términos de bienestar, que vienen ligados al paso a la estabilidad de precios, incluso desde situaciones de inflación moderada o baja, son no desdeñables.

Por consiguiente, resulta aceptable concluir que, acceder a la estabilidad de precios constituye un objetivo socialmente deseable, incluso si el estado actual del conocimiento económico dista de ser satisfactorio, tanto por lo que se refiere a los mecanismos y canales concretos a través de los que la inflación deja sentir sus costes, como a cuál es la verdadera magnitud de los mismos.

1.1.2. La naturaleza de la inflación

Respecto a que la inflación es, en el medio plazo, un fenómeno primordialmente de origen monetario, esta es una de las convicciones más profundas de cualquier banquero central y un principio básico comúnmente aceptado por los economistas [Lucas (1996)]. En efecto, la relación de comportamiento con mayor arraigo en la teoría monetaria es la que liga, en el medio plazo, la tasa de inflación, el crecimiento de la producción y el ritmo de expansión de la cantidad de dinero. Esta relación, que necesariamente surge de cualquier modelo macroeconómico bien construido, descansa en el equilibrio simultáneo de los mercados monetarios, de bienes y factores, y no hace sino constatar que, por término medio, el ritmo de expansión de la cantidad de dinero financia el crecimiento de la producción en torno

a sus niveles tendenciales o potenciales, así como el crecimiento sostenido de los precios.

Al contemplarse con una perspectiva de equilibrio general a medio plazo, dicha relación también revela que la tasa de inflación se corresponde, por término medio, con la tasa de expansión monetaria que rebasa las necesidades de financiación del crecimiento potencial de la economía⁽³⁾. Esta aseveración es cierta, independientemente de cuál sea la estructura de la economía, su grado de apertura al exterior, la estrategia concreta de política monetaria o cambiaria llevada a cabo por las autoridades y las peculiaridades del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Sin perjuicio de lo anterior, sí debe reconocerse que hay ocasiones en las que el curso de la inflación viene estrechamente condicionado, incluso en el medio plazo, por la evolución de la política fiscal en la medida en que esta conduzca a expansiones monetarias.

Hay varias vías mediante las que una política presupuestaria estructuralmente deficitaria puede conducir a una expansión monetaria superior a la que resulta compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. El caso más evidente es cuando el déficit público se monetiza directamente por parte del banco central. Sin embargo, según pusieron de manifiesto Sargent y Wallace (1981), incluso cuando el déficit se financia de forma ortodoxa mediante la emisión de deuda, un crecimiento insostenible de la deuda pública llevará, eventualmente, a una expansión monetaria y -posiblemente con anticipación- a una inflación más elevada.

En principio, si el SEBC tiene como objetivo primordial el mantenimiento de la estabilidad de precios y si, como se discutirá más adelante, goza de independencia para llevar a cabo su función, la existencia de déficit como los descritos en el párrafo anterior no debería modificar la orientación de la política monetaria en un sentido expansivo. Pero, si es así, entonces surge la pregunta de por qué el Tratado incorpora disposiciones específicas tendentes a prohibir cualquier monetización directa del déficit público y a evitar la aparición de déficit excesivos, a través de elaborados mecanismos de supervisión multilateral y sancionadores.

⁽³⁾ Otra cuestión es identificar cuál es el agregado monetario relevante, lo que presenta considerables dificultades en la práctica.

Recientemente, Woodford (1994 y 1995) ha tratado de contestar a esta pregunta cuestionando, precisamente, que la inflación sea, a medio plazo, primordialmente un fenómeno de naturaleza monetaria. Por el contrario, en sus modelos, el nivel general de precios se ajusta para satisfacer la restricción de solvencia del sector público, por lo que, una expansión de la deuda pública que no venga acompañada de una correspondiente elevación, en términos reales, de la corriente futura de ingresos en relación con los gastos públicos, conduce a un incremento del nivel general de precios para que la deuda pública, en términos reales, continúe siendo compatible con la solvencia del sector público. De esta forma, puesto que en este tipo de modelos la inflación no depende directamente de la actuación de la autoridad monetaria, el control presupuestario resulta imprescindible para asegurar la estabilidad de los precios.

Ciertamente, la implicación más relevante de esta corriente de pensamiento es que, al banco central solo le resulta posible recuperar el control sobre la estabilidad de precios mediante la ejecución de una política monetaria apropiada si se establecen -y respetan- ciertas reglas de disciplina presupuestaria que aseguren en todo momento la sostenibilidad de la deuda pública. ¿Es esta, en consecuencia, la racionalidad implícita en las normas de rigor presupuestario incluidas en el Tratado?

Dado que los modelos anteriores ponen en cuestión que un banco central independiente y orientado hacia el mantenimiento de la estabilidad de precios pueda controlar, en el medio plazo, el curso de la inflación mediante la instrumentación de una política monetaria apropiada, y que este cuestionamiento sería rechazado de plano por los redactores del Tratado, y en particular del Estatuto del SEBC, no parece que aquella sea la racionalidad implícita en las normas de rigor fiscal contenidas en el Tratado.

Más bien, la racionalidad hay que buscarla en el principio de que "quien evita la tentación, evita el peligro"⁽⁴⁾ Así, por una parte, se considera que la aplicación de unas políticas fiscales estructuralmente expansivas -en combinación con una política monetaria encaminada hacia el mantenimiento de la estabilidad de precios- entrañaría un "policy mix" inapropiado, que tendría su reflejo en unos tipos de interés reales más elevados y en pérdidas de competitividad exterior para la zona del

⁽⁴⁾ Dicha racionalidad aparece expuesta con claridad en la contribución de Lamfalussy (1989) al Informe del Comité Delors.

euro, lo que podría inducir a que el SEBC tuviera que soportar presiones para relajar el tono de la política monetaria y/o que, al resistirlas, suscitase el rechazo social. Por otra parte, también se percibieron como importantes los riesgos de crisis financieras, más o menos extendidas en el área monetaria común, provocadas por la suspensión de pagos del servicio de la deuda de cualquier Estado miembro, lo que situaría al SEBC en una difícil tesitura, y podría generar fuertes presiones para suavizar, en la práctica, la cláusula de "no rescate" y, en cualquier caso, erosionaría gravemente la confianza del público en el euro.

1.1.3. Conflictos entre objetivos

La última premisa sobre la que descansa la voluntad de otorgar al SEBC el fin primordial de mantener la estabilidad de precios, se refiere al convencimiento por parte de los redactores del Tratado de que solo de esta forma resulta posible evitar los conflictos que, inevitablemente, tienen lugar cuando se encomienda a la política monetaria el mandato legal de alcanzar simultáneamente objetivos de naturaleza tan diversa como una baja inflación, un elevado crecimiento y/o la promoción del empleo.

Sin duda, los conocidos problemas de inconsistencia dinámica que resultan de la tentación de las autoridades de explotar sistemáticamente los "tradeoff" que a corto plazo puedan existir entre inflación y producción, para estimular el ritmo de actividad económica, proporcionan una base conceptual sólida para la existencia de los riesgos y conflictos atisbados por los redactores del Tratado. Como es sabido [Kydland y Prescott (1977), Barro y Gordon (1983)], una vez que las autoridades sucumben a la tentación de seguir sistemáticamente una política monetaria expansiva, ello no conduce sino a una mayor tasa de inflación, sin reportar beneficio alguno -en el mejor de los casos- en términos de producción o empleo. La principal razón para que esto suceda estriba en que, una vez que los agentes económicos se dan cuenta de cuál es la política seguida, tienden a adaptar la evolución de los precios y los salarios en torno a una tasa de inflación esperada superior, lo que frustra el deseo de las autoridades de estimular el ritmo de actividad económica y las obliga a aceptar una tasa de inflación más elevada.

En mi opinión, la contribución más importante que la literatura sobre la inconsistencia dinámica ha realizado a la gestión de la política monetaria es permitir la identificación de los factores que influyen sobre la magnitud del sesgo inflacionista

de aquella. De este modo, dicho sesgo tenderá a estar presente y acrecentarse: cuando haya más objetivos de política económica que instrumentos, cuando se otorgue a la estabilidad de precios poca importancia en relación con el resto de objetivos, cuando existan distorsiones y rigideces estructurales importantes en los mercados de bienes y de trabajo que limiten la producción potencial y cuando las autoridades estén convencidas de la posibilidad de lograr incrementos del ritmo de actividad económica a través de una política monetaria más relajada.

De las razones anteriores se desprende que, al otorgar a la política monetaria única el mandato de orientarse primordialmente hacia el objetivo de alcanzar y mantener la estabilidad de precios, se consigue evitar los dilemas y conflictos entre objetivos que tienden a aparecer cuando existe una pluralidad de los mismos y no están subordinados los unos a otros, lo que suele provocar que la política monetaria tenga un sesgo inflacionista.

Recientemente se ha cuestionado la relevancia práctica que la literatura de inconsistencia dinámica pueda tener para la política monetaria, argumentándose que ningún banquero central sensato llevaría a cabo, sistemáticamente, una política monetaria expansiva que resultase, por término medio, en una tasa de inflación más elevada sin reportar beneficio alguno en términos de crecimiento o empleo [McCallum (1995), y Blinder (1998)]. Sin embargo, esta crítica a la relevancia práctica de la literatura sobre inconsistencia dinámica no tiene en cuenta que no siempre el buen juicio del banquero central está a salvo de presiones políticas, mejor o peor informadas, para que lleve a cabo determinadas actuaciones que, a menudo, pueden resultar incompatibles con el mantenimiento de la estabilidad de precios; y que, precisamente, el que la política monetaria tenga encomendado, con carácter legal, el fin primordial de alcanzar y mantener la estabilidad de precios y de que goce de la necesaria independencia para alcanzar dicha meta constituye la solución a dicho problema.

Un temor a menudo expresado, es que la atención preferente concedida por el Banco Central Europeo a la estabilidad de precios pueda ir en detrimento de la actividad económica y de la estabilidad financiera en el área del euro.

Por lo que se refiere al supuesto "olvido" de los objetivos ligados a la actividad económica, hay que tener en cuenta varias cosas.

En primer lugar, cuando el Tratado define cuál debe ser el fin u objetivo primordial de la política monetaria, a continuación añade que, sin perjuicio del mismo, aquella deberá apoyar las políticas económicas generales en la Comunidad para contribuir a alcanzar los objetivos de la Comunidad establecidos por el Tratado, entre los que se incluyen un desarrollo armónico y equilibrado de las actividades económicas, un crecimiento sostenido y no inflacionario y un nivel elevado de empleo.

En segundo lugar, los principios económicos, la experiencia y la evidencia empírica aludida en la sección anterior atestiguan que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al crecimiento económico y al bienestar de la sociedad es configurar un marco de estabilidad nominal para el desarrollo de la actividad económica.

Y, finalmente, aunque la estabilidad de precios sea el fin último de la política monetaria, esta no se lleva a cabo en el vacío y, por tanto, en la medida en que haya perturbaciones que incrementen la inflación, el banco central normalmente tendrá en cuenta las consecuencias de sus actuaciones para la evolución de la producción y el empleo a la hora de decidir cuál es el ritmo al que debe retornarse a la estabilidad de precios. No obstante, no todas las estrategias de política monetaria resultan igualmente eficaces para alcanzar este cometido, como se comenta más adelante en la sección 2.

Por todo lo anterior, es de esperar que la función objetivo de la nueva autoridad monetaria europea incluya, en la práctica, entre sus argumentos, tanto la inflación como la actividad económica, aunque respetando la prioridad que el Tratado otorga a la inflación.

Otra crítica que, con frecuencia, se realiza a las disposiciones legales que establecen el objetivo de la política monetaria única es que aquellas no incorporan la estabilidad financiera entre sus objetivos, dando así pie a pensar que el Banco Central Europeo pueda renunciar a salvaguardar la integridad del sistema financiero en el área del euro. ¿Qué hay de cierto en ello?

No hay más que leer atentamente el Tratado para darse cuenta de que la salvaguardia de la estabilidad financiera no aparece entre los objetivos finales de la política monetaria, figurando tan solo entre las tareas que debe llevar a cabo el

Sistema. Si a esto se añade que el BCE no tiene atribuida competencia alguna, actualmente, en el ámbito de la supervisión bancaria, podría concluirse que la autoridad monetaria europea va a mantenerse al margen de las cuestiones relacionadas con la estabilidad del sistema financiero. Sin embargo, antes de apresurarse a sacar esta conclusión, conviene tener en cuenta varias cosas.

En primer lugar, una poderosa razón para que el Tratado no mencionase explícitamente que el SEBC tendrá entre sus objetivos la estabilidad financiera es que hubiera resultado más difícil obtener de las autoridades políticas la concesión de independencia para el SEBC si, además de salvaguardar la estabilidad de precios, se le hubiera atribuido directamente la responsabilidad de supervisar y velar por la estabilidad del sistema financiero.

En segundo lugar, las disposiciones legales contenidas en el Tratado no impiden ni excluyen que el SEBC pueda actuar como prestamista en última instancia cuando las circunstancias lo requieran, estando la ausencia de una formulación más explícita de sus obligaciones en este ámbito relacionada con el deseo de no crear o acrecentar los conocidos problemas de riesgo moral.

En tercer lugar, a menudo se exagera el grado de conflicto que potencialmente existe entre los objetivos de estabilidad de precios y de estabilidad financiera cuando, con frecuencia, son complementarios⁽⁵⁾. Así, los episodios de inestabilidad financiera a menudo tienen su inicio en un entorno de condiciones monetarias relativamente holgadas, que generan incrementos de los precios de los activos financieros más allá de lo que justifican los fundamentos económicos y que, tarde o temprano, revierten en bruscos descensos de los precios de dichos activos, con las consiguientes repercusiones desfavorables para la integridad de los balances de las entidades de crédito y otros intermediarios financieros con un grado elevado de exposición al riesgo. En consecuencia, en un sentido "ex ante", el mantenimiento

⁽⁵⁾ Véanse, entre otros, Mishkin (1998) y Federal Reserve of Kansas (1997). Aunque a menudo se hace referencia a la situación de Japón, que en estos momentos combina una crisis financiera con una tasa de inflación muy reducida y cercana a la deflación, como prueba de los conflictos entre estabilidad financiera y estabilidad de precios, no debe olvidarse que la crisis financiera actual de Japón es, en buena parte, la consecuencia del estallido de la burbuja especulativa que se alimentó, durante algunos años, en un entorno de condiciones monetarias excesivamente holgadas que dieron lugar, previamente, a una inflación muy notable del precio de los activos financieros y reales.

de unas condiciones monetarias compatibles con la estabilidad de precios generalmente resulta también propicio para la salvaguardia de la estabilidad financiera.

De otra parte, incluso en un sentido "ex post", son exagerados los temores a que un comportamiento de la autoridad monetaria encaminado a atajar una crisis financiera incipiente -de mayor o menor extensión- pueda comprometer la estabilidad de precios. Por ejemplo, cuando la autoridad monetaria actúa como prestamista de última instancia, inyectando liquidez a una entidad financiera concreta -que, aunque básicamente solvente, no puede atender a sus pagos- con objeto de atajar un colapso del sistema de pagos y una extensión de los problemas al conjunto del sistema financiero, las consecuencias de liquidez son insignificantes para el conjunto del área.

A su vez, cuando en una situación de incertidumbre generalizada se produce un desplazamiento desde la tenencia de activos financieros diversos y más o menos arriesgados hacia una mayor preferencia por la liquidez, la respuesta natural del banco central debe ser acomodar este incremento de la demanda de dinero al tipo de interés vigente. En este caso, los modelos macroeconómicos tradicionales demuestran que no existen consecuencias inflacionistas derivadas del compromiso del banco central con la estabilidad financiera. El único riesgo inflacionista que habría, en todo caso, es que la liquidez adicional permaneciera en el sistema una vez hubiesen desaparecido las razones que indujeron al público a incrementar su demanda de dinero. Sin embargo, incluso este riesgo se neutralizaría, más o menos de forma automática, si, como suele ser la práctica general, las autoridades monetarias utilizaran un tipo de interés a muy corto plazo como objetivo operativo de la política monetaria, ya que, en tal caso, la contracción posterior de la demanda de dinero indicaría claramente al banco central la conveniencia de ir retirando liquidez de la circulación, de forma que el tipo de interés a muy corto plazo se mantuviese constante.

En consecuencia, aunque cabe argumentar, con buenas razones, que hubiese resultado preferible que el Tratado articulase de forma más explícita el compromiso del SEBC con el mantenimiento de la estabilidad financiera en el conjunto del área del euro -de forma similar a lo que sucede en algunos bancos centrales, como es el caso del Banco de España-, no resulta razonable pensar, ni es en absoluto deseable, que la nueva autoridad monetaria europea vaya a dejar de ejercer la función de prestamista en última instancia cuando las circunstancias lo exijan, dado que dicha

función es inseparable del resto de funciones llevadas a cabo por un banco central. Sí es cierto, no obstante, que todavía resta por concretar la cuestión -en absoluto trivial- de qué modelo de comportamiento debe prevalecer entre los diversos integrantes del SEBC -el BCE y los bancos centrales nacionales- para responder eficazmente y con la debida prontitud a las situaciones que requieran ejercer la función de prestamista en última instancia por parte del Sistema. Cuestión aparte, no obstante, es si el modelo de supervisión bancaria que existe actualmente, de naturaleza descentralizada y donde la responsabilidad reside en el banco central nacional respectivo o en otra agencia, según el país, resulta adecuado para hacer frente a los retos que se derivan de la creciente integración financiera y de la implantación multinacional de las entidades bancarias en el área del euro; un tema que se trata extensivamente por Vives (1998) en este volumen.

En fin, del análisis realizado en este apartado se desprende que existen buenas razones para que el SEBC oriente la política monetaria a la finalidad primordial de alcanzar y mantener la estabilidad de precios. Como se ha argumentado, este diseño no solo no va en detrimento de la promoción de la actividad económica y de la salvaguardia de la estabilidad financiera sino que resulta plenamente compatible con ambas metas. Ahora bien, aún resulta preciso concretar cómo debe el SEBC llevar a cabo en la práctica la función de prestamista en última instancia, por ser esta una actividad esencial e inherente a cualquier banco central.

1.2. La independencia

La segunda pieza básica en la que se asienta el diseño institucional de la política monetaria única es la concesión al SEBC del grado de autonomía necesario para alcanzar sus objetivos.

Según se ha puesto de relieve en repetidas ocasiones, el grado de independencia legal del que goza el SEBC no solo abarca los ámbitos político-institucional y funcional, sino que es el más elevado con que jamás haya contado banco central alguno. Así, cuando se aborda el tema de la independencia, inmediatamente surgen cuestiones relacionadas con la legitimidad democrática del poder del que dispone el SEBC y con la forma de articular las relaciones entre la nueva autoridad monetaria europea y su contrapartida natural -las autoridades económicas-.

Según se ha mencionado, el SEBC es plenamente independiente, desde el punto de vista legal, tanto en el sentido de que sus órganos de gobierno no solicitan ni reciben instrucciones de los órganos de poder político -independencia política e institucional- como en el sentido de que el Sistema dispone de plena capacidad para decidir, en todo momento, cómo ajustar los instrumentos de los que dispone para alcanzar las metas que se establezcan -independencia funcional-. Sin embargo, no debe haber duda alguna respecto de la legitimidad democrática del "status" independiente del SEBC, cuando su independencia emana directamente del Tratado de Maastricht, firmado por los Jefes de Estado o Gobierno de la Unión Europea y sometido a ratificación en todos y cada uno de los quince estados que, actualmente, son miembros de la Unión.

Es cierto, no obstante, que desde algunos ámbitos [Stiglitz (1998)] se ha defendido que sean los gobiernos los que establezcan el objetivo específico que debe ser alcanzado por el banco central (por ejemplo, el objetivo de inflación que establece el Tesoro británico para el Banco de Inglaterra), y que la independencia del banco central se reduzca a decidir cómo emplea de la manera más idónea los instrumentos que tiene a su alcance para alcanzar los objetivos establecidos. Con ello -se argumenta-, no solo se respeta el principio de que sean los legítimos representantes de la sociedad quienes decidan qué objetivos concretos debe alcanzar la autoridad monetaria en un período determinado, sino que, además, se evita que las decisiones del banco central (por ejemplo, de tipos de interés) se vean expuestas a la crítica de diversos sectores⁽⁶⁾, lo que contribuye a evitar posibles rechazos sociales.

En el caso del SEBC, puede argumentarse que la autoridad política, como legítimo representante de los ciudadanos para la gestión de los asuntos públicos, ha establecido claramente en el Tratado, según se ha explicado en el apartado precedente, cuál debe ser la finalidad primordial de la política monetaria, aunque dejando al SEBC la capacidad de decidir qué se entiende, en la práctica, por estabilidad de precios, y en qué horizonte debe alcanzarse. Desde este punto de vista,

⁽⁶⁾ Siempre existirá la crítica, no obstante, de que el banco central no está valorando correctamente la situación económica y, en consecuencia, que sus decisiones de tipos de interés no son las más adecuadas para alcanzar los objetivos fijados por el Gobierno.

el SEBC goza de un grado de independencia que rebosa con creces la capacidad de ajustar con plena libertad sus instrumentos para alcanzar las metas establecidas.

Es obvio que nada hubiera impedido ir hacia una formula más acotada del grado de independencia, en el sentido anteriormente descrito; no obstante, si las autoridades políticas se hubiesen reservado el derecho de dictaminar, en cada momento, cuál es el objetivo específico que el SEBC debe satisfacer en un horizonte determinado, se habría corrido el riesgo de politizar la política monetaria. Por otra parte, es conveniente recordar que el otorgamiento de un grado tan amplio de independencia legal al SEBC viene avalado no solo por la literatura académica -que sugiere la concesión de un grado elevado de independencia como forma de reducir o eliminar cualquier sesgo inflacionista de la política monetaria-, sino también por la experiencia de numerosos bancos centrales⁽⁷⁾. En efecto, dado que la política monetaria actúa más eficazmente cuando mantiene una orientación de medio plazo, la independencia del banco central permite que las decisiones monetarias se adopten con un horizonte temporal suficientemente largo y que no se vean influidas por las vicisitudes del ciclo político. En este sentido, la experiencia nos dice que aquellos países con bancos centrales más independientes generalmente tienden a conseguir resultados más favorables por lo que se refiere a la inflación.

Como es evidente, la asociación positiva que, por término medio, tiende a encontrarse en los estudios internacionales entre el grado de independencia del banco central y el éxito obtenido en la lucha contra la inflación, inmediatamente plantea la duda de si es la independencia del banco central la que favorece la estabilidad de precios o, por el contrario, lo que sucede es que los países con un elevado grado de aversión social hacia la inflación tienden a tener, simultáneamente, unos bancos centrales más independientes y tasas de inflación más reducidas [Posen (1993)].

Pero, aun aceptando que las causas últimas que determinan la relación entre el grado de independencia y el éxito en la lucha contra la inflación no son suficientemente conocidas, el peso de la evidencia obtenida para diversos grupos de países, en períodos diferentes y utilizando una variedad de indicadores para

⁽⁷⁾ Véanse, entre otros estudios empíricos, los de Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991), Cukierman (1992), Cukierman, Webb y Neyapti (1992), De Long y Summers (1992), Alesina y Summers (1993), Debelle y Fischer (1995), Eijffinger y De Haan (1995) y De Gregorio (1996).

aproximar el grado de independencia del banco central, generalmente se decanta porque un entramado jurídico-institucional que garantice un elevado grado de independencia al banco central refuerza la capacidad del mismo para combatir la inflación [Cukierman, Webb y Neyapti (1992)].

Ahora bien, si se admite que la concesión de un mayor grado de independencia favorece la obtención, a medio plazo, de una tasa de inflación más reducida, ¿se consigue esto, como en ocasiones se argumenta, a costa de una evolución menos favorable de las variables reales, tales como el nivel y la variabilidad de la producción? Afortunadamente, la evidencia empírica disponible sugiere que los mencionados efectos adversos no ocurren⁽⁸⁾.

Así, aunque es probable que un banco central independiente y orientado hacia la consecución de la estabilidad de precios tienda a ser menos acomodaticio ante ciertas perturbaciones económicas que afectan a la producción, también debe tenerse en cuenta que su independencia le permitirá evitar otras perturbaciones de naturaleza política [Alesina y Gatti (1995)]. De otra parte, hay que señalar que, en la medida en la que la política monetaria llevada a cabo por un banco central independiente goce de mayor credibilidad antiinflacionista, las autoridades monetarias verán ampliado su margen de maniobra a corto plazo para contrarrestar ciertas perturbaciones macroeconómicas, sin el riesgo de que el público interprete incorrectamente un ajuste transitorio en las condiciones monetarias como un cambio en la orientación de la política monetaria [Begg et al. (1991)]. Y, por último, una política monetaria más creíble ayuda a que el público distinga más claramente entre variaciones del nivel general de precios y variaciones de los precios relativos, lo que permite un ajuste más rápido de los precios y los salarios ante las perturbaciones macroeconómicas y, de esta forma, hace menos necesario que la política monetaria deba desempeñar un papel compensador en el corto plazo.

Por las razones anteriores, resulta posible extraer la conclusión de que el haber otorgado un elevado grado de independencia al SEBC debe contribuir de manera muy importante a facilitar la tarea de la política monetaria única en la

⁽⁸⁾ Un resumen actualizado de esta evidencia se presenta en Cukierman (1995) y De Gregorio (1996). Véanse también Debelle y Fischer (1995) y Walsh (1994) para opiniones críticas con el impacto de la independencia de los bancos centrales en los costes ligados a los procesos de desinflación, y la réplica en De Gregorio (1996).

consecución de la estabilidad de precios en el conjunto del área euro. Ahora bien, según indica la experiencia, dicha contribución será tanto más importante cuanto mayor sea la identificación del conjunto de la sociedad europea con el fin último de la estabilidad de precios, por entender que este es esencial para mantener un crecimiento económico sostenido.

1.2.1. Independencia legal, independencia real y actitudes nacionales

Hasta ahora, el análisis se ha centrado en lo que podríamos llamar el ámbito de la "independencia legal". Sin embargo, la independencia del SEBC para alcanzar y mantener la estabilidad de precios en el área del euro ha sido, a menudo, objeto de polémica, bien porque se ponga en entredicho que su independencia "de facto" vaya a ser tan elevada como su independencia "de iure" como, desde el otro extremo, porque se considere que la independencia "de facto" del SEBC vaya a ser tan amplia que provoque un serio desequilibrio entre el "poder monetario" -el SEBC- y el "poder económico" -los ministros de Economía y Hacienda en el área del euro-.

Respecto al primer supuesto, quienes lo sustentan ponen en duda que, en la práctica, el Consejo de Gobierno del SEBC pueda gestionar la política monetaria única en línea con el mandato legal de perseguir, haciendo un uso pleno de su independencia, la estabilidad de precios en el área del euro, bien porque no se respete, en la práctica, su independencia o porque, aun cuando sus miembros sean independientes en la práctica, los votos en el Consejo tiendan a reflejar, consciente o inconscientemente, diferentes actitudes nacionales respecto a la inflación, o una valoración de las condiciones económicas del área del euro que venga excesivamente influida por la situación de sus respectivos países⁽⁹⁾. Sin embargo, estas dudas, aunque legítimas, quedan notablemente matizadas una vez se consideran varios hechos.

De una parte, las decisiones de política monetaria son tomadas de forma colectiva por el Consejo de Gobierno del SEBC, integrado por los 11 gobernadores de los bancos centrales nacionales de los países integrados en la zona euro, y por los 6 miembros del Comité Ejecutivo. Como es sabido, los miembros del Consejo, sin

⁽⁹⁾ Véanse, por ejemplo, Dornbusch, Favero y Giavazzi (1998), Von Hagen (1997 y 1998), Wyplosz (1998) y Begg et al. (1998).

excepción, votarán a título personal cada uno con un voto, precisamente para evitar que quepa la menor sombra de duda de que no representan intereses nacionales⁽¹⁰⁾.

Si se analiza, en primer lugar, el comportamiento de los gobernadores en el pasado reciente, estos han revelado una fuerte preferencia por la estabilidad de precios y han actuado con decisión para alcanzarla en sus respectivos países, incluso en los momentos en que sus bancos centrales aún no gozaban de independencia, ni la estabilidad de precios era, desde un punto de vista legal, el fin primordial de la política monetaria. De ahí que resulte razonable esperar, ya en el marco jurídico más exigente del SEBC, que su comportamiento como miembros del Consejo de Gobierno esté todavía más identificado con la estabilidad de precios, reduciendo al máximo cualquier posible discrepancia entre sus actitudes personales respecto de la inflación.

Pero es que, además, también las actitudes sociales respecto a la inflación han convergido en el seno de los países participantes en estos últimos años, especialmente como resultado de la experiencia que han vivido aquellas economías con una menor tradición de estabilidad nominal. En particular, la instrumentación de unas políticas económicas orientadas hacia la estabilidad ha venido acompañada, en estos países, de un considerable descenso de la inflación, hasta niveles nunca antes alcanzados, y de una satisfactoria evolución de la actividad económica. Esto ha hecho que se revelaran como infundados los tradicionales temores a las consecuencias depresivas ligadas a la consecución de tasas de inflación muy reducidas, al constatar el público, por primera vez, que estas pueden lograrse al tiempo que se mantiene una evolución económica globalmente favorable.

Podría argumentarse, no obstante, que, aunque coincidan las preferencias antiinflacionistas de los gobernadores, no puede excluirse que su percepción de cuál es la situación económica en el área del euro venga inevitablemente muy condicionada por cuál sea el comportamiento económico en sus respectivos países. Sin duda; pero precisamente por ello, es evidente que una de las principales tareas del "staff" del SEBC es la preparación de informes, concienzudos y objetivos, sobre cuál es la situación económica en el área del euro. Esto favorece notablemente que

⁽¹⁰⁾ Al tomarse las decisiones por mayoría simple -y a diferencia de lo que podría suceder si la unanimidad o una mayoría cualificada hubiesen sido precisas-, se evitan los problemas de que haya una excesiva inercia en las decisiones del Consejo de Gobierno.

los gobernadores perciban adecuadamente las condiciones en el área del euro y que orienten su voto para lograr los objetivos establecidos para el conjunto del área, incluso en aquellos casos en que el sentido de su voto hubiese sido diferente, en atención exclusivamente a los intereses nacionales. Por último, tampoco hay que olvidar que la "peer pressure" se ha revelado en el pasado como un eficaz antídoto para corregir comportamientos desviacionistas en los foros de decisión europeos, por lo que es de esperar que, también en el Consejo de Gobierno, favorezca, en un juego repetido, la convergencia hacia las decisiones apropiadas desde el punto de vista colectivo.

Por lo que se refiere a los 6 miembros del Comité Ejecutivo, incluyendo al Presidente, tanto su profesionalidad como el hecho de que no vayan a estar directamente expuestos a las diversas evoluciones económicas nacionales hacen concebir fundadas esperanzas de que desempeñen un papel esencial a la hora de impulsar el carácter netamente "europeo" de las decisiones del Consejo de Gobierno. De ahí que, tanto por lo que se refiere a los gobernadores como a los miembros del Comité Ejecutivo, el escenario más razonable es que se ajustarán, en la práctica, al cumplimiento del mandato legal de utilizar su plena independencia para mantener la estabilidad de precios en el área del euro.

Finalmente, si la corta experiencia del BCE en el manejo de la política monetaria puede invocarse como ejemplo, es evidente que las decisiones que ha tomado el Consejo de Gobierno del BCE desde comienzos de 1999 revelan que, en todo momento, ha primado la adopción de la orientación monetaria que resultaba apropiada para mantener la estabilidad de precios en el conjunto del área, independientemente de las diferencias observadas entre las posiciones cíclicas de los diversos países participantes. En consecuencia, y por lo que respecta a las primeras semanas en que el BCE ha comenzado a ejercer la soberanía monetaria, puede decirse que los riesgos anteriormente aludidos en esta sección no se han materializado.

1.2.2. Asimetría entre el poder monetario y el poder económico

El escenario más previsible descrito en los párrafos anteriores, de plena independencia legal y real, es, precisamente, el que se encuentra tras las preocupaciones expresadas con cierta frecuencia por algunos gobiernos, así como por Jacques Delors, uno de los principales impulsores del proceso de unión monetaria

durante su mandato como Presidente de la UE, de que una institución tan independiente como el SEBC, que tenga en sus manos la conducción de la política monetaria única en el área del euro, y a cuya cabeza haya un Presidente con un mandato de ocho años, pueda resultar "demasiado poderosa" en relación con la autoridad económica, habida cuenta de que la responsabilidad de la política económica, lejos de estar centralizada, se reparte entre los gobiernos nacionales.

Esta notable asimetría entre los núcleos del poder monetario y del poder económico suscita la legítima preocupación de que los responsables de las políticas económicas nacionales puedan sentirse inclinados a imputar al SEBC la responsabilidad final por una evolución económica desfavorable, justificadamente o no, erosionando el apoyo social a la política monetaria única. A su vez, también se ha argumentado [Eijffinger (1998)] que no hay que descartar el riesgo de que en algún momento surjan presiones políticas para limitar la independencia de la autoridad monetaria, con objeto de establecer una mayor simetría entre el poder monetario y el económico.

Los riesgos y preocupaciones anteriores ponen de manifiesto la necesidad de que el SEBC lleve a cabo una gestión transparente de la política monetaria y proceda a rendir cuentas periódicamente de sus actuaciones, con objeto de evitar que se le imputen responsabilidades que le son ajenas y a fin de recabar la comprensión y el apoyo de la sociedad a la política monetaria única. Por todo ello, la transparencia y la rendición de cuentas se constituyen en condiciones indispensables para salvaguardar la independencia del SEBC y favorecer la aceptación de sus actuaciones por parte del público.

Puesto que el Estatuto del SEBC es muy parco a la hora de establecer los mecanismos y procedimientos a través de los que debe realizarse la rendición de cuentas por parte de la autoridad monetaria, es de suma importancia que, en la práctica, se concreten unas vías de entendimiento adecuadas entre el SEBC y los ciudadanos a los que sirve, y los legítimos representantes de estos últimos.

Sin perjuicio de retomar más adelante las cuestiones relacionadas con la transparencia y la rendición de cuentas, ligándolas al análisis de la estrategia de política monetaria finalmente adoptada por el SEBC, sí conviene mencionar ya la necesidad de que los órganos rectores del SEBC y los responsables económicos pertenecientes al área del euro mantengan una diálogo fluido -por ejemplo, a través

del Consejo Económico y Financiero, y de contactos regulares entre el BCE y el Euro-11-. El propósito es que se informen mutuamente de cuáles son las orientaciones generales de la política monetaria y de la política económica, con objeto de coordinar adecuadamente sus actuaciones hacia la consecución de un crecimiento económico sostenido en condiciones de estabilidad de precios en el conjunto del área.

Ciertamente, lo peor que podría pasar es que la ausencia de coordinación derivase en una situación en que los responsables de las políticas económicas nacionales descargasen las culpas del elevado paro sobre la autoridad monetaria, y que el BCE culpabilizase del mismo a los gobiernos por no llevar a cabo las políticas de reforma estructural apropiadas, y/o por mantener políticas fiscales excesivamente expansivas -que requieren un tono más enérgico por parte de la política monetaria y, en consecuencia, tipos de interés más elevados y un euro menos competitivo-.

1.2.3. Otras políticas

Junto a los principios anteriores, que establecen la estabilidad de precios como el fin primordial de la política monetaria única y conceden al SEBC un grado de independencia elevado para conseguir dicha meta, el diseño del marco institucional de la política monetaria única se completa con una serie de disposiciones tendentes a evitar que surjan interferencias en la conducción de la política monetaria procedentes de la actuación de otras políticas. Entre estas últimas, las más destacables son: la política presupuestaria, la política de financiación del sector público y la política cambiaria.

Puesto que la política presupuestaria ya ha sido comentada previamente, habiéndose expuesto las razones que se hallan tras las normas de disciplina fiscal incorporadas al procedimiento de déficit excesivos contenidas en el Tratado, y que han sido endurecidas posteriormente a través del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, a continuación se comentan sucintamente las disposiciones que afectan a las otras políticas mencionadas.

Por lo que respecta a la política de financiación del sector público, con el propósito de evitar la monetización directa del déficit público, el Tratado establece varias disposiciones, que están vigentes desde enero de 1994 y que continuarán aplicándose una vez comience su andadura la zona monetaria común. De este modo,

se prohíbe que el SEBC permita descubiertos en cuenta o conceda facilidad crediticia alguna a las instituciones comunitarias, los gobiernos o cualquier otra autoridad pública nacional, regional o local -con la salvedad del crédito intradía-; se prohíbe que el SEBC adquiera deuda pública directamente en el mercado primario y se excluye la aplicación de cualquier medida que favorezca el acceso del sector público a los mercados financieros.

En cuanto a la política cambiaria, puesto que el Tratado otorga la capacidad de decisión sobre la misma a la autoridad política -el Consejo Europeo- y encomienda al SEBC la facultad de tomar las decisiones de política monetaria y ejecutar la política cambiaria, resultaba imprescindible evitar que surgiesen conflictos entre ambas autoridades. En efecto, en un entorno caracterizado por la libre circulación de capitales y la sustituibilidad entre los activos denominados en diferentes divisas, las políticas monetaria y cambiaria no son sino las dos caras de la misma moneda. O, en otras palabras, la adopción por parte del SEBC de una senda para los tipos de interés oficiales predetermina, «caeteris paribus», el curso del tipo de cambio, que evoluciona endógenamente para satisfacer, en cada momento, la paridad de tipos de interés; y, en sentido contrario, la adopción por parte del Consejo Europeo de unos objetivos estrictos respecto al tipo de cambio del euro frente a terceras monedas hacía que el SEBC se viera privado de margen de autonomía alguno para establecer los tipos de interés oficiales, al venir estos endógenamente determinados, «caeteris paribus», por el objetivo cambiario establecido, a través de la paridad de tipos de interés.

Para evitar que el SEBC, en la práctica, se vea privado de la capacidad para adaptar los tipos de interés de la manera que considere adecuada para mantener la estabilidad de precios, el Tratado establece claramente que el Consejo Europeo deberá consultar al SEBC, previamente a la adopción de cualquier decisión, acerca del régimen cambiario del euro -bien sean acuerdos cambiarios formales u orientaciones generales para la política cambiaria-, a fin de no poner en peligro la estabilidad de precios en el conjunto del área.

Esta disposición cobra particular relevancia en estos momentos, en que algunas voces muy cualificadas en el ámbito de la política económica europea han expresado su preferencia porque se llegue a acuerdos que, «de facto», limiten las fluctuaciones del euro frente a terceras monedas, como el dólar.

Estas propuestas se alejan de lo que podría ser la "despreocupación benigna" ("benign neglect") que numerosos autores [por ejemplo, Bergsten (1997)] auguraban como consecuencia del relativamente reducido grado de apertura comercial del área del euro al exterior, y ponen de manifiesto la importancia que la evolución cambiaria tiene también para los flujos internacionales de capitales, así como para los balances y las cuentas de resultados de las entidades financieras.

Dado que el sistema monetario internacional está muy lejos de satisfacer las condiciones que se precisan para establecer regímenes de tipos de cambio fijos o cuasi-fijos entre las principales monedas, la mejor forma de conseguir un grado elevado de estabilidad entre la evolución cambiaria de las mismas es, más bien, a través de una adecuada coordinación internacional de las políticas macroeconómicas con vistas a crear las condiciones que permitan restablecer, globalmente, unas tasas de crecimiento sostenido en condiciones de estabilidad de precios y de tipo de cambio⁽¹¹⁾. En cualquier caso, y en ausencia de dicha coordinación, el recordar las disposiciones del Tratado tendentes a evitar que cualquier compromiso cambiario pueda ir en perjuicio de la estabilidad de precios, resulta particularmente oportuno en el momento presente.

2. EL MARCO ESTRATÉGICO

En contraste con la claridad con la que el Tratado explicitó el entramado jurídico y normativo que constituye el marco institucional de la política monetaria única, aquel no concretó, en cambio, qué estrategia de política monetaria resultaba la más adecuada para conseguir la estabilidad de precios. Esta falta de concreción se sustentaba, no obstante, en poderosas razones, ligadas, de una parte, a que en el momento de redactarse el Tratado se desconocía cuál sería el entorno económico y financiero al que debería enfrentarse la política monetaria única una vez establecida el área del euro; y, de otra, a la conveniencia de llevar a cabo los estudios conceptuales y empíricos pertinentes con la suficiente antelación, con el fin de valorar los méritos de las diversas opciones estratégicas potencialmente disponibles.

⁽¹¹⁾ En Begg, Giavazzi y Wyplosz (1997) se examinan las opciones de política cambiaria en el área del euro.

El 13 de octubre de 1998 el Consejo de Gobierno del SEBC acordó, finalmente, la estrategia de política monetaria única que debía aplicarse a partir del primero de enero de 1999 en el área del euro. Para sorpresa de algunos, que apostaban por la adopción de una estrategia de objetivos monetarios intermedios, similar a la practicada por el Bundesbank desde 1974, los agregados monetarios no desempeñan el papel de objetivos intermedios en la política monetaria única, aunque sí ocupan un lugar preeminente, como variable de referencia, entre los indicadores que examina el SEBC a la hora de tomar las decisiones de tipos de interés. Para decepción de otros, entre los que se encuentran numerosos académicos, la estrategia de política monetaria adoptada no se basa en el establecimiento de objetivos directos de inflación en un horizonte determinado, tal y como lo venían haciendo el Banco de España y el Banco de Finlandia, entre los países participantes, aunque sí se ha dado concreción numérica a lo que, según el SEBC, constituye la estabilidad de precios. En cualquier caso, el SEBC ha indicado que las decisiones de tipos de interés se tomarán basándose en una valoración global de las perspectivas de precios en el conjunto del área del euro, que se efectuará de acuerdo con la información suministrada, en primera instancia, por la evolución del agregado monetario escogido en relación con su valor de referencia; y, en paralelo, por el curso de un conjunto amplio de indicadores económicos y financieros. Es evidente, por consiguiente, que la estrategia finalmente adoptada para llevar a cabo la política monetaria única es de tipo mixto, al incorporar ciertos elementos, tanto de las estrategias de objetivos monetarios intermedios como de objetivos directos de inflación.

Aunque el propósito del presente trabajo no es comparar la estrategia del BCE con la de otros bancos centrales, como la Reserva Federal de los Estados Unidos, no parece que el haber adoptado una estrategia como la del Fed hubiese sido apropiado. En particular, la ausencia de una definición numérica de lo que constituye la estabilidad de precios en el caso del BCE, a imagen y semejanza del Fed, hubiese reducido notablemente los grados de transparencia y rendición de cuentas de la política monetaria única. Por otra parte, no hay que olvidar que el Fed conduce la política monetaria en un país, mientras que el BCE lo hace en once países y que lo que funciona satisfactoriamente en el caso americano no tiene por qué hacerlo así en el entorno europeo, habida cuenta, además, de que el éxito del Fed en la aplicación de una política monetaria muy flexible no es independiente de la elevada reputación antiinflacionista del Fed, labrada a lo largo de muchos años. Por el contrario, el BCE es una institución nueva que no goza, por definición, de una reputación previa, por

lo que hubiera sido muy arriesgado comenzar con un esquema "demasiado flexible", como el americano.

Teniendo en cuenta que las cuestiones referentes a la estrategia de la política monetaria única se comenzaron estudiando seriamente en el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de la Comunidad Europea, a finales de 1992; que siguieron perfilándose por los bancos centrales en el seno del Instituto Monetario Europeo (IME); y, posteriormente, por el SEBC en los meses que han precedido a la decisión del Consejo de Gobierno, tiene interés examinar los diversos pasos que ha seguido el análisis de las cuestiones estratégicas a lo largo de todos estos años, tomando como referencia los diversos informes publicados, con objeto de comprender mejor las razones que han podido llevar al Consejo de Gobierno a tomar la decisión de adoptar la estrategia anteriormente descrita, y a examinar las repercusiones de dicha decisión sobre la evolución económica en el área del euro.

2.1. Los trabajos preparatorios

Los trabajos preparatorios de la estrategia de la política monetaria única comenzaron hace siete años, según se ha mencionado, dentro del formato institucional del Comité de Gobernadores, predecesor del IME. En aquel entonces hubo que dilucidar dos cuestiones fundamentales como condición previa al examen de las consideraciones estratégicas [Monticelli y Viñals (1993)].

La primera cuestión se refería a en qué medida el entramado institucional por el que debería regirse el SEBC -que orientaba la política monetaria hacia la consecución de la estabilidad de precios gozando de una independencia plena- condicionaba poderosamente la adopción de una u otra estrategia monetaria. La respuesta fue que, precisamente, una de las principales ventajas que se derivan de anclar sólidamente la política monetaria en un marco legal capaz de garantizar que esta pueda llevarse a cabo en un horizonte amplio y sin interferencias políticas o de grupos de presión, es la mayor capacidad que dicho marco legal concede al banco central a la hora de elegir el esquema concreto de política monetaria con el que se pretende alcanzar el objetivo final de la estabilidad de precios.

La segunda cuestión era, si la nueva autoridad monetaria no debería adoptar la estrategia de política monetaria seguida por el banco central europeo de mayor reputación antiinflacionista -el Bundesbank-, con objeto de maximizar la transferencia

de credibilidad al SEBC. La respuesta fue que, si bien era posible que una cierta continuidad en el sentido indicado pudiera, inicialmente, conferir una cierta credibilidad al SEBC, la reputación antiinflacionista de la nueva institución monetaria se adquiriría básicamente por la vía de los hechos, dentro ya del área del euro. En consecuencia, no parecían existir razones de peso para dar por finalizado, basándose en consideraciones apoyadas en la herencia de credibilidad, el proceso de reflexión acerca de la estrategia de política monetaria única que resultaba aconsejable adoptar.

Una vez dilucidadas las cuestiones precedentes, en el sentido de mantener abierto el proceso de selección de la estrategia, los trabajos preparatorios se orientaron, ya en el seno del IME, hacia el examen cuidadoso de las diversas opciones estratégicas disponibles, con el propósito de preseleccionar, de entre estas, las que aparecían como las más adecuadas, en función de ciertos criterios básicos, dejando, no obstante, la elección final al SEBC, como legalmente correspondía. Al mismo tiempo, se acordaron una serie de elementos comunes que, con independencia de cuál fuera, finalmente, la estrategia elegida, se recomendaba que estuvieran presentes en la misma.

Según se explica en el informe publicado por el IME en febrero de 1997 [IME (1997)], las diversas estrategias de política monetaria examinadas inicialmente fueron las basadas en el establecimiento de objetivos de: renta nominal, tipos de interés, tipo de cambio, agregados monetarios e inflación. Los criterios básicos que sirvieron para comparar los méritos relativos de las diversas estrategias mencionadas fueron: el de eficacia en el logro de la estabilidad de precios y, también, los criterios de rendición de cuentas, transparencia, orientación a medio plazo, continuidad con las prácticas de los bancos centrales europeos y consistencia con la independencia del SEBC.

Una vez llevada a cabo la valoración de las diversas estrategias sobre la base de estos criterios, se decidió preseleccionar los objetivos monetarios intermedios y los objetivos directos de inflación como los más idóneos. Respecto a los restantes esquemas considerados, las dificultades prácticas para llevar a cabo una estrategia de objetivos de renta nominal y la casi nula experiencia de los bancos centrales nacionales europeos con dicho tipo de estrategia dificultaban enormemente su adopción. Por su parte, los problemas de inestabilidad nominal frecuentemente invocados a la hora de considerar la adopción de estrategias de tipos de interés fueron determinantes para rechazar dicha estrategia, sin perjuicio de reconocer que

un tipo de interés de muy corto plazo sí debía desempeñar el papel de "objetivo operativo" en la instrumentación de la política monetaria única. Por último, la estrategia de objetivos de tipo de cambio para el euro se descartó en vista del grado relativamente reducido de apertura económica al exterior del área monetaria común, de la inexistencia de un ancla exterior superior y fiable y, muy principalmente, por razón de que su adopción minaría gravemente la independencia del SEBC para adaptar la evolución de los tipos de interés en el sentido requerido para mantener la estabilidad de precios.

Junto a la preselección por parte del IME de las dos estrategias apuntadas, también se recomendó la conveniencia de considerar opciones intermedias o mixtas, que incorporasen elementos de una y otra. Así, por ejemplo, se contemplaba la posibilidad de llevar a cabo una estrategia pragmática de objetivos monetarios intermedios, en donde las referencias a la evolución de las perspectivas de inflación desempeñarían un papel importante a la hora de tomar las decisiones de política monetaria y explicarlas al público. Esto sería así, especialmente, en circunstancias en las que las perturbaciones financieras u otros factores hicieran aconsejable desviarse de la senda de objetivos monetarios preestablecida para un horizonte temporal dado, con el fin de no erosionar el mantenimiento de la estabilidad de precios. A su vez, también cabía considerar estrategias basadas en el establecimiento de objetivos directos de inflación para un horizonte determinado, pero incluyendo una referencia explícita a la tasa del crecimiento monetario que, en el medio plazo, se considerase compatible con la consecución del objetivo de inflación anunciado.

En cualquier caso, se recomendaba que, con independencia de cuál fuera la estrategia -pura o mixta- adoptada finalmente por el SEBC, esta tuviera una serie de rasgos comunes que se consideraban muy importantes a la hora de potenciar la eficacia, la transparencia y la rendición de cuentas de la política monetaria única. Estos rasgos eran: anunciar una definición numérica concreta de lo que el SEBC entiende por estabilidad de precios y establecer objetivos que pudiesen ser comunicados al público con el fin de explicar de manera más clara y transparente las decisiones de política monetaria y facilitar la rendición de cuentas; basar las decisiones de política monetaria en un conjunto amplio de indicadores económicos, monetarios y financieros; otorgar un papel preeminente a los agregados monetarios, ya sea como objeto intermedio o como indicador a corto plazo y/o referencia a medio plazo, habida cuenta de que la inflación es un fenómeno de naturaleza predominantemente monetaria en el medio plazo; y preparar, por parte del SEBC,

proyecciones de inflación para contribuir a la valoración de las perspectivas de precios.

En vista de los razonamientos aportados en el informe antes mencionado del IME, resultaba evidente que, en última instancia, los elementos principales de discusión se centrarían en decidir si se acompañaba a la definición de la estabilidad de precios de un horizonte de medio plazo definido -lo que, en la práctica, implicaría la adopción del ingrediente fundamental de las estrategias de objetivos directos de inflación- y en decidir si algún agregado monetario desempeñaba el papel de objetivo intermedio de la política monetaria -lo que, en la práctica, implicaría la adopción del ingrediente básico de las estrategias de objetivos monetarios-.

Las principales razones tradicionalmente aducidas por los proponentes de las estrategias de objetivos monetarios en defensa de los mismos, son las siguientes⁽¹²⁾:

En primer lugar, se basan en la convicción de que, independientemente de si existen o no en el corto plazo grados suficientes de estabilidad de la demanda de dinero y de controlabilidad de la misma, en el medio plazo sí existe una relación estable entre la cantidad de dinero y el gasto nominal, siendo, además, controlable la cantidad de dinero. De ahí que se concluya que la mayor y más eficaz contribución que puede hacer la política monetaria en un entorno de incertidumbre es, precisamente, suministrar un crecimiento monetario coherente, a medio plazo, con la estabilidad de precios. Esto, a su vez, reforzaría la transparencia de las actuaciones monetarias y facilitaría la rendición de cuentas.

En segundo lugar, utilizando consideraciones de economía política, se considera que, frente a las estrategias de objetivos directos de inflación, los esquemas de objetivos monetarios intermedios hacen recaer más claramente la responsabilidad del banco central sobre una variable -la cantidad de dinero- que está mucho más directamente bajo su control, en comparación con la inflación, en cuya evolución intervienen, en el corto plazo, otros muchos factores, además de la política monetaria. En consecuencia, se concluye, al deslindar claramente las responsabilidades de unos y otros agentes, se evita que el banco central sea responsabilizado de lo que le es ajeno y también el riesgo de que, eventualmente, se

⁽¹²⁾ Véanse, por ejemplo, Von Hagen (1997) y Schmid (1998).

produzcan conflictos institucionales entre el banco central y otras instituciones que lleven a las autoridades políticas a iniciar procesos que comprometan o recorten la independencia del banco central.

Y, finalmente, también sobre la base de consideraciones de economía política, se argumenta que la adopción por parte del SEBC de una estrategia de agregados monetarios proporcionaría continuidad con la estrategia aplicada por el Bundesbank. haciendo posible, de esta forma, que su elevado prestigio antiinflacionista pudiera transmitirse al SEBC.

En contraste con estos planteamientos, los proponentes de las estrategias de objetivos directos de inflación tradicionalmente articulan su posición en torno a las siguientes líneas⁽¹³⁾:

En primer lugar, dado que el banco central utiliza los tipos de interés como variable de control, la cantidad de dinero es, junto con la inflación, otra variable endógena, por lo que su estabilización en torno a cierta norma no resulta relevante ni apropiado si no es a muy largo plazo. A su vez, existen fundadas razones para pensar que, incluso si la demanda de dinero hubiera resultado ser genuinamente estable en el pasado en un área del euro "virtual" compuesta por los países que, a partir de 1999, integrarán el área del euro "real" [Fagan y Henry (1998), Browne et al. (1997)], el cambio de régimen monetario y financiero inherente al paso a la unión monetaria cuestiona seriamente que dicha estabilidad se mantenga no solo en el corto plazo, sino también en el largo plazo, debido a la "crítica de Lucas". Por el contrario, al descansar los objetivos directos de inflación en una valoración de las perspectivas inflacionistas basada en un análisis que va considerablemente más allá de las relaciones monetarias y financieras -las más directamente afectadas por el cambio de régimen-, esto permite una mejor adecuación de las condiciones monetarias a la evolución de los precios en el medio plazo.

En segundo lugar, se argumenta, basándonos en razones de economía política, que el seguimiento de objetivos directos de inflación hace que el público centre su atención en lo que resulta más importante -la evolución de los precios- y no en la marcha de tal o cual agregado monetario, lo que contribuye a un mejor

⁽¹³⁾ Véanse, entre otros, King (1997) y Svensson (1998).

entendimiento, por parte del público, de las actuaciones de política monetaria, favorece la rendición de cuentas y, al hacer más concreto y visible el compromiso de la política monetaria con la estabilidad de precios, influye beneficiosamente sobre las expectativas de inflación.

Y, finalmente, también en términos de economía política, se considera que la mejor forma de que el SEBC consiga una reputación antiinflacionista es mediante la adopción de la estrategia que mejor sirva los intereses del área del euro. En este sentido, se argumenta que la utilización por el SEBC de un esquema de agregados monetarios, como el del Bundesbank, podría perder rápidamente cualquier herencia de credibilidad que se hubiese recibido si no se dan en la zona del euro las condiciones de estabilidad de la demanda de dinero que se daban en Alemania, ya que el SEBC no gozaría de la reputación del Bundesbank para justificar repetidamente la existencia de desviaciones persistentes respecto del objetivo monetario intermedio.

Si bien estas son las razones que, con mayor frecuencia, se invocan para defender las versiones "puras" de uno u otro tipo de estrategia monetaria, hay que tener en cuenta que, en la práctica, ambos esquemas se gestionan con un grado considerable de pragmatismo, lo que revela que, tanto las diferencias entre los conjuntos de información que sirven de base a la toma de decisiones de política monetaria como las diferencias entre las respuestas que se dan a determinadas perturbaciones son muy pequeñas.

En efecto, si se analiza la conducción de la política monetaria alemana en el período 1974-1998, puede constatar que aproximadamente en un 50% de los casos se han incumplido los objetivos monetarios establecidos por el Bundesbank [Laubach y Posen (1998)]. A juicio de quienes han estudiado con profundidad el caso alemán, este hecho revela que el Bundesbank ha gestionado su esquema monetario con considerable pragmatismo, aceptando desviaciones monetarias cuando ello venía justificado por un análisis global de las perspectivas de precios [Von Hagen (1995)].

Por otra parte, la evidencia empírica suministrada por Clarida, Gali y Gertler (1998) tiende a confirmar, mediante la estimación de funciones de reacción de los bancos centrales de diversos países, que, por ejemplo, en el período comprendido entre 1979-1994 estas se describen adecuadamente por la regla de Taylor y que las respuestas de los tipos de interés ante las desviaciones de la inflación respecto de lo

que se consideraba, más o menos explícitamente, como su valor objetivo final, han sido notablemente similares en el caso de la Reserva Federal y el Bundesbank, a pesar de los esquemas, formalmente tan diferentes, de política monetaria que han empleado.

¿Significa esto que las estrategias monetarias consideradas son equivalentes en sus efectos económicos y que, por lo tanto, la discusión entre unas y otras es fútil? En absoluto, ya que si bien pueden resultar más o menos parecidas en lo que concierne a su respuesta operativa ante determinados acontecimientos -lo que no es poco-, las diferencias todavía persistirán por lo que se refiere al grado de claridad y transparencia con que se formulen e instrumenten, lo que tiene consecuencias importantes para el comportamiento del público y, en particular, para las expectativas de inflación.

2.2. La estrategia finalmente adoptada

Ciertamente, los informes publicados por el IME y, en particular, el citado de 1997, prestan gran atención a las consideraciones anteriores y, precisamente por ello, cabe suponer que hayan influido en la adopción del esquema de política monetaria que fue hecho público el 13 de octubre. Sin duda, la necesidad de construirse una reputación antiinflacionista desde el primer día en un entorno económico y financiero nuevo y, en consecuencia, plagado de incertidumbres, tanto económicas como estadísticas, ha pesado notablemente en la adopción de la estrategia, según se desprende del comunicado emitido por el BCE [BCE (1998b)] y de las consideraciones realizadas por alguno de los miembros del Comité Ejecutivo en los días precedentes a la decisión [Issing (1998)].

Puesto que en presencia de incertidumbre se aconseja la diversificación, no es de extrañar que se haya optado por una estrategia mixta o intermedia, que combina tanto elementos de la estrategia de objetivos monetarios como de objetivos directos de inflación, teniendo en cuenta razones económicas y de economía política, más o menos análogas a las que se ha considerado con anterioridad en este trabajo.

Los dos pilares básicos sobre los que se sustentará la política monetaria única son los siguientes:

En primer lugar, una concreción numérica de lo que se entiende por estabilidad de precios, mediante la que esta se define como un incremento anual en el índice de precios de consumo armonizado (IPCA) para el área del euro por debajo del 2%. También se recalca que la estabilidad de precios se mantendrá en el medio plazo y que, en las condiciones actuales, la inflación en el área del euro se sitúa en línea con aquella.

La selección del índice de precios de consumo armonizado radica en que dicho índice es el único que permite la agregación de los precios de consumo nacionales para llegar a una magnitud homogénea en el área del euro, y en que los IPC son los índices más extendidos a la hora de establecer cláusulas contractuales y de describir la evolución del poder adquisitivo, por lo que, en consecuencia, son los de mayor arraigo y popularidad entre el público.

La especificación de que la preocupación del SEBC la constituye la inflación en el área del euro, también sirve para expresar la identificación de la política monetaria con los desarrollos en el conjunto del área, sin que la existencia de posibles divergencias entre la evolución de los precios en unas u otras naciones deba tomarse en cuenta a la hora de tomar las decisiones de política monetaria. Esto no significa que, si existen diferenciales de inflación dentro del área del euro estas deban ignorarse. Por el contrario, las mismas pueden ser el resultado de fenómenos del tipo Balassa-Samuelson y, en consecuencia, no revelar desequilibrio alguno; o, por el contrario, pueden deberse a la existencia de rigideces y/o prácticas no competitivas en determinados mercados nacionales de factores y/o de bienes y servicios no comerciables. En tal caso, la existencia de diferenciales de inflación debe reclamar la atención de las políticas económicas nacionales ... pero no de la política monetaria, que, por definición, es única e indivisible.

De otra parte, la referencia a que la estabilidad de precios se consigue cuando los precios se incrementan a un ritmo por debajo del 2% pone de manifiesto varias cuestiones de interés. Por un lado, la preocupación simétrica de la nueva autoridad monetaria europea por la inflación y la deflación, ya que se considera igualmente incompatible con la estabilidad de precios el que la inflación aumente por encima del 2% y el que haya un descenso de los precios. Y, por otro, la consideración de que la estabilidad de precios no implica necesariamente en la práctica un nivel de precios constante o una inflación del 0%, en atención a los conocidos sesgos estadísticos en

la medición del coste de la vida de los consumidores⁽¹⁴⁾ y a las razones económicas que aconsejan mantener, por término medio, una pequeña tasa de inflación que permita llevar a cabo las necesarias variaciones de precios relativos en economías como las actuales, caracterizadas por la inflexibilidad a la baja de los niveles de precios y salarios [Akerloff, Dickens y Perry (1996)]. Aunque podría debatirse el valor exacto del rango superior de la definición de estabilidad de precios, el escogido está en línea con la práctica de numerosos bancos centrales del área del euro.

Desde algunos círculos se hubiera considerado preferible elevar por encima del 2% el techo numérico de lo que se entiende por estabilidad de precios en el área del euro, basándose en razones del tipo Tobin-Akerloff, apoyadas en las rigideces a la baja existentes en el comportamiento de precios y salarios. No obstante, caso de haber elegido ir a un tope del 3%, por ejemplo, el riesgo de deterioro de la credibilidad inflacionista del SEBC hubiese sido muy grande, habida cuenta de que la unión monetaria se iniciaba con una tasa de inflación media solo ligeramente superior al 1%.

Finalmente, la mención de que la estabilidad de precios se mantendrá en el medio plazo revela que el SEBC tendrá en cuenta, a la hora de decidir la evolución de los tipos de interés que resulta adecuada para contrarrestar determinadas perturbaciones, que la existencia de rigideces nominales dilata el impacto de la política monetaria sobre la evolución de los precios [Issing (1998)] y que, por consiguiente, no resulta posible, en la práctica, mantener en todo momento la estabilidad de precios. Este gradualismo, no obstante, no debe malinterpretarse ni inducir a un exceso de discrecionalidad ni a un relajamiento de la actitud vigilante que la política monetaria debe mantener en cualquier circunstancia, dada la inexistencia en el esquema anunciado de un horizonte temporal definido en el que pueda valorarse el grado de cumplimiento de la política monetaria única.

El segundo pilar básico sobre el que se asentará la política monetaria única descansa, de una parte, en la asignación a un agregado monetario amplio -en aras de la continuidad- de un papel preeminente como referencia para guiar las decisiones

⁽¹⁴⁾ Dado que el sesgo estadístico aludido implica que puede iniciarse un fenómeno de deflación real cuando el crecimiento del IPC baje de determinada cifra positiva, lógicamente, el BCE debería tener esto en cuenta a la hora de evitar la deflación.

de la política monetaria y, de otra, en la consideración. en paralelo al agregado monetario citado, de un conjunto amplio de indicadores económicos y financieros para valorar las perspectivas inflacionistas en el conjunto del área del euro⁽¹⁵⁾.

Cabe esperar, por tanto, que la política monetaria se conduzca de forma razonada y razonable, considerando fuentes de información muy diversas y sin atender de manera exclusiva y mecanicista a las señales que proporcionen las desviaciones de un agregado monetario respecto de su senda de referencia, tanto a la hora de guiar internamente la toma de decisiones como a la hora de explicar al público dichas decisiones. A este respecto, resulta de especial importancia abordar la concreción del valor del agregado monetario que se establezca como referencia y, lo que es tanto o más importante, de su horizonte temporal.

Como resulta evidente, los agregados monetarios no desempeñarán el papel de objetivos intermedios de política monetaria que formalmente tienen asignado, por ejemplo, en la conducción de la política monetaria en Alemania. Esto revela la inexistencia, por razones de naturaleza estadística y económica, de una evidencia empírica sólida, en estos momentos, sobre las propiedades probables de estabilidad de la demanda de dinero en el área del euro, ya que dicha estabilidad es condición necesaria para adoptar una estrategia de objetivos monetarios.

Según puede observarse, cuando se compara la decisión acerca de la estrategia de política monetaria a seguir con las recomendaciones que, hace algo más de un año formuló el IME y que fueron comentadas con anterioridad, se observa que coinciden en todo, salvo en una cosa: el que no se hayan anunciado objetivos concretos para la política monetaria que pudiesen servir para valorar con concreción la actuación del SEBC en relación con el fin primordial de la estabilidad de precios en un horizonte definido.

⁽¹⁵⁾ El Consejo del BCE ha escogido un agregado monetario amplio, M3, y establecido un valor de referencia del mismo del 4,5% anual. Las razones esgrimidas por el BCE para justificar su decisión en torno al agregado escogido se basan en la mayor estabilidad de la demanda del M3; y la selección del 4,5% como valor de referencia se sustenta en su compatibilidad con el mantenimiento de la estabilidad de precios, habida cuenta de los supuestos realizados por el BCE acerca de la evolución tendencial de la velocidad de circulación del dinero y del producto potencial en el conjunto del área del euro.

Según se desprende de la información hecha pública por el BCE con motivo del anuncio de la estrategia a seguir, la ausencia de objetivos concretos de inflación o de agregados monetarios refleja el peso que, en la decisión del Consejo de Gobierno, ha tenido la elevada incertidumbre prevaleciente acerca del entorno económico y financiero en el que transcurrirá la política monetaria única, lo que hacía aconsejable "no pillarse los dedos" apostando por objetivos de una u otra naturaleza sin tener constancia de que las relaciones de comportamiento sobre las que descansan unos u otros objetivos vayan a gozar del grado de estabilidad requerido para gestionar eficazmente la estrategia elegida. Esto es lo que está tras la renuencia a acotar el horizonte sobre el que debe mantenerse la estabilidad de precios y tras el papel de referencia orientativa -y no de objetivo- que se le ha acabado otorgando a los agregados monetarios.

Es justo reconocer que -como hacía constar el IME en su informe- los riesgos de inconcreción y, en consecuencia, de exceso de discrecionalidad de la política monetaria única que se derivan de la ausencia de objetivos de uno u otro tipo se ven limitados por la cuantificación de lo que constituye la estabilidad de precios y por el establecimiento de una referencia de crecimiento monetario. Sin embargo, también se debe ser realista y tener en cuenta que los riesgos citados serán tanto menores cuanto más transparente sea la conducción de la política monetaria única y cuanto más fidedigno sea el proceso de rendición de cuentas sobre las actuaciones de la política monetaria.

Como se ha avanzado en la sección 1 de este trabajo, el Tratado es parco respecto a la transparencia y la rendición de cuentas, y, en consecuencia, corresponde a los órganos rectores del SEBC definir los canales precisos por los que deban explicarse al público y a sus legítimos representantes las orientaciones de la política monetaria única. Dado que el Tratado prohíbe taxativamente la publicación de los "proceedings" o actas de las reuniones del Consejo de Gobierno, es de suma importancia que se mantenga la saludable práctica de que, tras las reuniones del Consejo de Gobierno, se informe al público con regularidad de la valoración que este realiza de la situación económica, monetaria y financiera del área del euro y de las razones que se encuentran tras las decisiones de política monetaria que se adopten. A su vez, también cabe esperar que contribuya favorablemente a la transparencia la publicación regular de informes del BCE, que expongan con detalle los análisis en que se basa el Consejo de Gobierno para guiar los procesos de toma de decisiones de la política monetaria única. Y, finalmente, es razonable que los rectores del BCE

comparezcan regularmente ante el Parlamento Europeo para informar, "ex ante", acerca de la orientación de la política monetaria y, "ex post", del grado en que la misma ha satisfecho su compromiso con la estabilidad de precios.

Es indudable que una gestión transparente de la política monetaria única es un requisito imprescindible para una adecuada rendición de cuentas adecuada que, en cualquier caso, debe servir de necesario complemento a la independencia del SEBC. Pero, además, existen fundadas razones para pensar que, en la medida en que las actuaciones de política monetaria sean más transparentes, más predecible será también dicha política y mayor su eficacia a la hora de contribuir favorablemente a la estabilidad de precios, al permitir que los agentes distingan mejor entre variaciones de precios relativos y variaciones del nivel general de precios [Blinder (1998)].

3. CONCLUSIÓN

Como en alguna ocasión ha expresado Robert Solow, existen tres virtudes principales que todo banquero central debe poseer: fe, esperanza y claridad. Ciertamente, si algo no se puede negar, habida cuenta de la descripción que se ha realizado en este trabajo del marco general por el que se guiará la política monetaria única, es la fe de la nueva autoridad monetaria europea en que la estabilidad de precios es un requisito imprescindible para mejorar las posibilidades de crecimiento económico y bienestar para el conjunto de la sociedad. El entramado jurídico y normativo que sustentará la política monetaria única y el marco estratégico que guiará la toma de decisiones hacen concebir, también, fundadas esperanzas de que el SEBC consiga las metas establecidas. Finalmente, resulta altamente deseable que la transparencia y la rendición de cuentas que finalmente se instrumenten hagan que la claridad esté, al menos, a la altura de las otras dos virtudes mencionadas.

Pero aun dándose las circunstancias anteriores, que garantizan una gestión competente, razonable y razonada de la política monetaria única, conviene no olvidar que el éxito final de la unión monetaria requiere también la colaboración decidida de la política fiscal en el mantenimiento del equilibrio presupuestario y de un tono adecuado para el "policy-mix" del área del euro, así como la instrumentación de políticas de oferta encaminadas a mejorar el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios y del mercado de trabajo.

Si esta colaboración se produce, Europa estará en condiciones muy favorables para garantizar que la unión monetaria sea un área en donde prime el crecimiento sostenido en condiciones de estabilidad de precios. Pero, si esto no sucede, tendrán lugar diversos conflictos cuya solución será más difícil en el nuevo entorno monetario europeo.

REFERENCIAS

- Akerlof, G., Dickens, W., y G. Perry (1996): "The macroeconomics of low inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Alesina, A. y R. Gatti (1995): "Independent Central Bank: Low Inflation at no cost", *American Economic Review*, 85.
- Alesina, A. y L. H. Summers (1993): "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", *Journal of Money, Credit and Banking*, 25.
- Andrés, J. e I. Hernando (1996): "¿Cómo afecta la inflación al crecimiento económico? Evidencia para los países de la OCDE", Documento de Trabajo nº 9602, Servicio de Estudios, Banco de España.
- Banco Central Europeo (1998a): *La política monetaria única en la Tercera Etapa: Documentación general sobre los instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC*, septiembre.
- Banco Central Europeo (1998b): Nota de Prensa sobre la estrategia de política monetaria del SEBC, octubre.
- Barro, R. y D. Gordon (1983): "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*, 91.
- Begg, D. *et al.* (1991): *Monitoring European Integration: The making of Monetary Union*, Center for Economic Policy Research.
- Begg, D., Giavazzi, F. y Ch. Wyplosz (1997): "Options for the future exchange rate policy of the EMU", Occasional Paper 17, Center for Economic Policy Research.
- Begg, D., De Grauwe, P., Giavazzi, F., Uhlig, H. y Ch. Wyplosz (1998): "The ECB: safe at any speed?", *Monitoring the European Central Bank 1*, Center for Economic Policy Research.

- Bergsten, C. F. (1997): "The impact of the euro on exchange rates and international policy cooperation", en Masson, P., Krueger y B. Turtelboom (eds.): *EMU and the International Monetary System*.
- Blinder, A. (1998): *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press.
- Briault, C. (1995): "The costs of inflation", *Bank of England Quarterly Bulletin*, febrero, 33-45.
- Browne, F. X., G. Fagan y J. Henry (1997): "Money Demand in EU Countries: A Survey", Staff Paper No. 7, European Monetary Institute, Frankfurt am Main.
- Clarida, R., Gali, J. y M. Gertler (1998): "Monetary policy rules in practice: some international evidence", *European Economic Review*, 42.
- Cukierman, A. (1992): *Central Bank Behaviour, Credibility and Independence: Theory and Evidence*, Cambridge, Mass., MIT Press.
- (1995): "The Economics of Central Banking", trabajo presentado al XI Congreso Mundial de la International Economic Association, Túnez.
- Cukierman, A., Webb, J. y B. Neyapti (1992): "Measuring the Independence of Central Banks and its Effects on Policy Outcomes", *The World Bank Economic Review*, 6.
- Debelle, G. y S. Fischer (1995): "How independent should a central bank be?", en *Goals, guidelines, and constraints facing monetary policy-makers*, Federal Reserve Bank of Boston.
- De Gregorio, J. (1996): "Inflation, Growth and Central Banks: Theory and Evidence", Policy Research Working Paper 1575, The World Bank.
- De Long, B. y L. Summers (1992): "Macroeconomic Policy and Long-run Growth", en *Policies for Long-Run Economic Growth*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

- Dornbush, R., Favero, C. y F. Giavazzi (1998): "Immediate challenges for the ECB", in D. Begg et al. (eds), *EMU: Prospects and Challenges*, Basil Blackwell.
- Driffil, J., Mizon, G. y A. Ulph (1990): "Costs of inflation", en *Handbook of Monetary Economics*, vol. II, Friedman, B. y F. Hahn (eds.), Amsterdam, North-Holland.
- Edey, M. (1994): "Costs and benefits of moving from low inflation to price stability", *OECD Economic Studies*, 23, Winter.
- Eijffinger, S. y J. de Haan (1995): "The Political Economy of Central Bank Independence", Universidad de Tilburg, mimeo.
- Eijffinger, S. (1998): "Accountability of central banks: aspects and quantification", Tilburg University, mimeo.
- Fagan, G. y J. Henry (1998): "Long-run money demand in the EU: Evidence for area-wide aggregates", *Empirical Economics*, 23.
- Federal Reserve Bank of Kansas City (1997): *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, Jackson Hole, Wyoming.
- Feldstein, M. (1999): *The costs and benefits of price stability*, University of Chicago Press and National Bureau of Economic Research, forthcoming.
- Fischer, S. (1991): "Growth, macroeconomics and development", Working Paper '3702, National Bureau of Economic Research.
- (1994): *Modern Central Banking*, Tercentenary Lecture, Central Banking Symposium, Bank of England.
- Fischer, S. y F. Modigliani (1978): "Towards an understanding of the real effects and costs of inflation", *Weltwirtschaftliches Archiv*, 114, 810-832.

- Grilli, V., Masciandaro, D. y G. Tabellini (1991): "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries", *Economic Policy*, 13, 341-392.
- Goodhart, Ch. y J. Viñals (1995): "Strategy and tactics of monetary policy: Examples from Europe and the Antipodes", en *Goals, guidelines and constraints facing monetary policy-makers*, Federal Reserve Bank of Boston.
- Instituto Monetario Europeo (1997): *The Single Monetary Policy in Stage Three: Elementos de la estrategia de política monetaria del SEBC*, febrero.
- Issing, O. (1998): "Monetary policy in EMU", European Central Bank, mimeo, octubre.
- King, M. (1997): "The inflation target five years on", Bank of England Quarterly Review, 37.
- Kydland, F. y E. Prescott (1977): "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*, 85, 473-492.
- Lamfalussy, A. (1989): "Macro-coordination of fiscal policies in an economic and monetary union in Europe", en *Report on Economic and monetary union in the European Community, Committee for the Study of Economic and Monetary Union*, Luxembourg.
- Laubach, Th. y A. Posen (1997): "Disciplined discretion: monetary targeting in Germany and Switzerland", *Essays in International Finance*, Nº 206, diciembre
- Lucas, R. (1996): "Nobel Lecture: Monetary Neutrality", *Journal of Political Economy*, 104, 4, 661-682.
- McCallum, B. (1995): "Two fallacies concerning central-bank independence", *American Economic Review* 85, mayo.
- Mishkin, F. (1998): "What monetary policy can and cannot do", en *Monetary Policy in Transition*, Oesterreichische Nationalbank.

- Monticelli, C. y J. Viñals (1993): "European monetary policy in Stage Three: What are the issues?", Occasional Paper num. 12, Centre for Economic Policy Research.
- Posen, A. (1993): "Why Central Bank independence does not cause Low Inflation: There is no Institutional Fix for Politics", en *Finance and the International Economy*, R. O'Brien (ed.), Oxford, Oxford University Press.
- Sargent, N. y N. Wallace (1981): "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5.
- Schmid, P. (1998): "Monetary targeting in practice: The German experience", Deutsche Bundesbank, septiembre.
- Shiller, R. (1996): "Why do people dislike inflation?", Universidad de Yale, mimeo.
- Stiglitz, J. (1998): "Central banking in a democratic society", *The Economist*, 146, num. 2.
- Svensson (1998): "Inflation targeting as a monetary policy rule", Institute for International Economics, Estocolmo, mimeo.
- Tobin, J. (1972): "Inflation and Unemployment", *American Economic Review*, 62, 1.
- Tratado de la Unión Europea* (1992): Oficina para las Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, Bruselas.
- Viñals, J. (1996): "Monetary policy and inflation: from theory to practice", D.P. num. 1821, Center for Economic Policy Research, febrero.
- Vives, X. (1998): "La supervisión bancaria en la Unión Monetaria Europea", en este volumen.
- Von Hagen, J. (1995): "Inflation and monetary targeting in Germany", en L. Leiderman y L. Svensson (eds.), *Inflation Targeting*, Londres, CEPR.

Von Hagen, J. (1997): "Monetary policy and institutions in EMU", *Swedish Economic Policy Review*, vol. 4, 1, Spring.

- (1998): "EMU: political economic issues and challenges", mimeo, Universidad de Bonn.

Walsh, C. (1994): "Central Bank Independence and the Costs of Disinflation in the EC", Working Paper 9404, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Woodford, M. (1994): "Monetary policy and price level determinacy in a cash-in-advance economy", *Economic Theory*, 4.

- (1995): "Price level determinacy without control of a monetary aggregate", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*.

Wyplosz, Ch. (1998): "Towards a more perfect EMU", Graduate Institute of International Studies, Ginebra, mimeo.

DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 9802 **Pilar Álvarez Canal:** Evolución de la banca extranjera en el período 1992-1996.
- 9803 **Ángel Estrada y Alberto Urtasun:** Cuantificación de expectativas a partir de las encuestas de opinión.
- 9804 **Soyoung Kim:** Monetary Policy Rules and Business Cycles.
- 9805 **Víctor Gómez and Agustín Maravall:** Guide for using the programs TRAMO and SEATS.
- 9806 **Javier Andrés, Ignacio Hernando and J. David López-Salido:** Disinflation, output and unemployment: the case of Spain.
- 9807 **Olympia Bover, Pilar García-Perea and Pedro Portugal:** A comparative study of the Portuguese and Spanish labour markets.
- 9808 **Víctor Gómez and Agustín Maravall:** Automatic modeling methods for univariate series.
- 9809 **Víctor Gómez and Agustín Maravall:** Seasonal adjustment and signal extraction in economic time series.
- 9810 **Pablo Hernández de Cos e Ignacio Hernando:** El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas.
- 9811 **Soyoung Kim:** Identifying European Monetary Policy Interactions: French and Spanish System with German Variables.
- 9812 **Juan Ayuso, Roberto Blanco y Alicia Sanchís:** Una clasificación por riesgo de los fondos de inversión españoles.
- 9813 **José Viñals:** The retreat of inflation and the making of monetary policy: where do we stand?
- 9814 **Juan Ayuso, Graciela L. Kaminsky and David López-Salido:** A switching-regime model for the Spanish inflation: 1962-1997.
- 9815 **Roberto Blanco:** Transmisión de información y volatilidad entre el mercado de futuros sobre el índice Ibex 35 y el mercado al contado.
- 9816 **M.ª Cruz Manzano e Isabel Sánchez:** Indicadores de expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo. La información contenida en el mercado de opciones. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9817 **Alberto Cabrero, José Luis Escrivá, Emilio Muñoz and Juan Peñalosa:** The controllability of a monetary aggregate in EMU.
- 9818 **José M. González Mínguez y Javier Santillán Fraile:** El papel del euro en el Sistema Monetario Internacional.
- 9819 **Eva Ortega:** The Spanish business cycle and its relationship to Europe.
- 9820 **Eva Ortega:** Comparing Evaluation Methodologies for Stochastic Dynamic General Equilibrium Models.
- 9821 **Eva Ortega:** Assessing the fit of simulated multivariate dynamic models.
- 9822 **Coral García y Esther Gordo:** Funciones trimestrales de exportación e importación para la economía española.
- 9823 **Enrique Alberola-Ila and Timo Tyrväinen:** Is there scope for inflation differentials in EMU? An empirical evaluation of the Balassa-Samuelson model in EMU countries.
- 9824 **Concha Artola e Isabel Argimón:** Titularidad y eficiencia relativa en las manufacturas españolas.

- 9825 **Javier Andrés, Ignacio Hernando and J. David López-Salido:** The long-run effect of permanent disinflations.
- 9901 **José Ramón Martínez Resano:** Instrumentos derivados de los tipos *Overnight: call money swaps* y futuros sobre fondos federales.
- 9902 **J. Andrés, J. D. López-Salido and J. Vallés:** The liquidity effect in a small open economy model.
- 9903 **Olympia Bover y Ramón Gómez:** Nuevos resultados sobre la duración del desempleo: el paro de larga duración y la salida a un empleo fijo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9904 **Ignacio Hernando y Josep A. Tribó:** Relación entre contratos laborales y financieros: un estudio teórico y empírico para el caso español.
- 9905 **Cristina Mazón y Soledad Núñez:** On the optimality of treasury bond auctions: the Spanish case.
- 9906 **Nadine Watson:** Bank Lending Channel Evidence at the Firm Level.
- 9907 **José Viñals:** El marco general de la política monetaria única: racionalidad, consecuencias y cuestiones pendientes.

(1) Los Documentos de Trabajo anteriores figuran en el catálogo de publicaciones del Banco de España.

<p>Información: Banco de España Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión Teléfono: 91 338 5180 Alcalá, 50. 28014 Madrid</p>
