

¿CUALES SON LOS OBJETIVOS DE LA POLITICA MONETARIA EN EL MARCO DE LA UNIFICACION EUROPEA? (*)

Jean-Claude CHOURAQUI (**)

INTRODUCCION

Una de las primeras manifestaciones de la implantación de la unión económica y monetaria (UEM) en la Comunidad Europea es el *incremento en la coordinación de las políticas monetarias de los países miembros*. Más allá de los aspectos institucionales que reviste este fenómeno —cuya expresión más significativa es, en la actualidad, el proyecto de normativa de Banco Central Europeo—, se plantea el problema de la formulación de la política monetaria o, lo que es lo mismo, de seleccionar los objetivos que se le asignarán. ¿Deben las autoridades monetarias centrarse *colectivamente* en alcanzar unos objetivos públicos cualesquiera, como ocurre en ciertos países de la Comunidad? En caso afirmativo, ¿qué variables se seleccionarán como objetivos y de acuerdo con qué criterios? y ¿cómo garantizar la correlación entre los diversos objetivos nacionales? Estas son las principales dudas que a continuación analizamos.

Antes de entrar en el tema, se impone realizar un par de observaciones:

- En primer lugar, la noción de objetivos de la política monetaria tiene hoy mayor importancia que la basada tradicionalmente en las variables llamadas «intermedias» (a través de las cuales se supone que se transmiten los efectos de la política monetaria, pero sobre las que las autoridades sólo pueden ejercer un control indirecto) (1). De hecho, como se pondrá de relieve más adelante, el proceso de liberalización financiera hace que resulte cada vez más problemática la formulación de objetivos intermedios en términos de masa monetaria o de crédito bancario. Por contra, variables directamente controlables por las autoridades monetarias (como la base monetaria o la liquidez bancaria) pueden también convertirse en objetivos explícitos de la política monetaria, lo mismo que determinados objetivos finales (como el crecimiento del producto nominal o la tasa de inflación).

- En segundo lugar, el problema de la formulación de la política monetaria a escala europea y, en términos más generales, de la coordinación de las políticas monetarias se plantea de modo diferente según se sitúe en las fases 1, 2 ó 3 del proceso de unificación monetaria para emprender el despegue preconizado por el *Informe Delors* (2). En el posterior análisis, nos limitaremos a identificar el modo de formular la política monetaria durante las fases 1 y 2 de la unión monetaria. Estas dos primeras fases parecen, en efecto, cruciales para garantizar la «convergencia» de las economías involucradas, especialmente en materia de inflación, antes de proceder a adoptar una política monetaria común y una moneda única durante la tercera y última fase.

¿ES PRECISO ASIGNAR PUBLICAMENTE OBJETIVOS CUANTITATIVOS A LA POLITICA MONETARIA?

A juzgar por el consenso existente, tanto en el plano de las instituciones oficiales como entre los economistas, en relación con el papel del futuro Banco Central Europeo, son muchos los que están de acuerdo en que el objetivo esencial de la política monetaria dentro de la UEM deberá consistir en *asegurar la estabilidad de los precios* (3). Hay una explicación para ello, heredada de la experiencia de los años ochenta: dada la considerable importancia que revisten en nuestros días las previsiones de los agentes económicos, que son, con mucho, los mejor informados, las autoridades monetarias deberían centrar sus prioridades en «afianzar» tales previsiones (con una baja tasa de inflación) más que en tratar de corregir sistemáticamente la inestabilidad coyuntural de la producción y el empleo. La experiencia del pasado demuestra, en efecto, que, al quererse utilizar frecuentemente la política monetaria como instrumento de ajuste de la actividad económica a corto plazo, surge el riesgo, a la larga, de llegar a resultados opuestos a los busca-

dos. El hecho es que, en este sentido, las autoridades monetarias de Europa y de otros lugares han tendido habitualmente a reaccionar de manera excesivamente tardía y limitada ante la aceleración de la inflación.

Dicho esto, considerar que el objetivo prioritario de las autoridades monetarias debe consistir en mantener la estabilidad de los precios lleva, naturalmente, a preguntarse sobre el *modo de alcanzar dicho objetivo*. ¿Es preciso, para lograrlo, que dichas autoridades se planteen objetivos específicos en términos de crecimiento de la masa monetaria o de otras variables susceptibles de servir de guía a la hora de poner en práctica su política? Algunos economistas sostienen que una política monetaria llevada de modo discrecional, y, por tanto, carente de puntos de referencia, podría resultar incompatible con el mantenimiento de la estabilidad de los precios (4). Esta opinión parte del hecho constatado de que, a partir del momento en que se contiene la inflación, las autoridades monetarias sienten la tentación de flexibilizar su política para mantener el aumento de la actividad y del empleo. En este supuesto, no cabe más que una de dos cosas: o bien el banco central tiene credibilidad suficiente a los ojos del público como para procurar que la relajación de la política monetaria así practicada no dé lugar a previsiones inflacionistas (lo que equivale a decir que, a la vista de las anteriores experiencias, se supondrá que las autoridades monetarias no permitirán que aumente la inflación), o bien, por el contrario, se le imputará al banco central una actitud de excesiva relajación, en cuyo caso se planteará el enorme riesgo de que los agentes económicos prevean una nueva escalada inflacionista.

De todo ello surge la necesidad de que las autoridades monetarias se forjen una fuerte credibilidad en su lucha contra la inflación, lo cual les permitirá aparecer permanentemente como garantes de la estabilidad de los precios. Pero ¿cómo adquirir esa credibilidad si no es a través del respeto a unos objetivos cuantitativos anunciados con antelación? Este tipo de fórmula presenta una doble ventaja para las autoridades monetarias: por una parte, les permite dar a conocer públicamente sus intenciones de influir en las previsiones inflacionistas y, por otra, les permite reaccionar con mayor rapidez ante cualquier signo precursor de una aceleración en el alza de los precios, en caso de superarse los objetivos fijados. Además, supone un punto de referencia a partir del cual se podrá evaluar el rendimiento del banco central, de modo concreto y año tras año. En ausencia de tal punto de referencia, las autoridades monetarias se expondrían a que se les

considerara responsables de las consecuencias (distintas de la inflación) que no estuvieran en condiciones de controlar realmente.

Sin embargo, explotar estas ventajas supone la *posibilidad de identificar una variable adecuada* que pueda servir de objetivo cuantitativo y asegurar que, salvo en el caso de que surgieran circunstancias imprevistas, se podrá respetar el citado objetivo. La tarea no es sencilla, como explicamos a continuación.

¿QUE VARIABLES SELECCIONAR COMO OBJETIVOS?

Si el seguimiento de un cierto número de variables como indicadores de la evolución económica y financiera resulta indispensable para orientar la acción del banco central, la utilización de una cualquiera de dichas variables para asignar objetivos cuantitativos a la política monetaria resulta más aleatoria. Esto supone que la variable que sirva de base al objetivo: *a)* sea fácilmente controlable por las autoridades monetarias, y *b)* se encuentre estrechamente relacionada, de manera estable y previsible, con los objetivos finales en términos de crecimiento de la actividad y la inflación. Ahora bien, *no existe en la práctica ninguna variable que pueda ser controlada perfectamente*, ni siquiera durante el año que generalmente sirve de marco temporal a la política monetaria. Por ello, sería difícil identificar una variable que muestre, a través del tiempo, una relación estable con el producto nominal o con los precios. Y, aun suponiendo que tal relación existiera, el hecho de querer explotarla operativamente para formular objetivos precisos podría dar lugar a comportamientos que, a fin de cuentas, la convertirían en inoperante para la puesta en práctica de la política monetaria (5).

Dicho de otro modo, desde el momento en que se decida la formulación de objetivos cuantitativos sobre la base de una variable determinada, se debe esperar que tales objetivos no siempre se respeten, ya sea porque la variable en cuestión no resulte perfectamente controlable o porque su evolución resulte difícilmente previsible. Sin embargo, mientras ese tipo de inconvenientes parezca carecer de importancia en relación con las ventajas que depare el anuncio de objetivos cuantitativos —como los citados anteriormente—, el banco central tendrá interés en tratar de afirmar su credibilidad de ese modo.

Partiendo del doble criterio, ya mencionado, del «control» y la «estabilidad», parece obligado reco-

nocer que la formulación de objetivos de crecimiento monetario, tal y como se practica en algunos países, carece del atractivo que tenía hace unos años. La razón esencial es que, como consecuencia del proceso de innovación financiera y de la desregulación de los mercados de capitales, resulta más difícil interpretar la evolución de la masa monetaria. La sustitución entre las diversas clases de activos financieros ha aumentado considerablemente, lo que ha supuesto distorsiones en la composición de los elementos que constituyen la masa monetaria. Además, la relación entre masa monetaria y producto nominal resulta cada vez más inestable, lo que se traduce en movimientos imprevistos en la velocidad de circulación del dinero. Por eso, la utilización de la masa monetaria como objetivo preciso de la política a seguir parece más aleatoria, y en varias ocasiones los bancos centrales han debido apartarse de los objetivos que ellos mismos se habían fijado previamente.

Evidentemente, queda el problema de saber si el proceso de liberalización financiera afectará, no obstante, a la masa monetaria —cualquiera que sea su definición— hasta el punto de que *resulte inadecuada para la formulación de objetivos cuantitativos*. Es difícil creer que se llegue a dar ese caso, incluyendo a países (como Alemania) hasta hoy poco afectados por la oleada de innovaciones financieras. En efecto, a juzgar por los ejemplos de Estados Unidos, Canadá y Reino Unido, la capacidad de innovación del sistema financiero ha resultado impresionante durante estos últimos años, y no cabe duda de que tal capacidad se difundirá por Europa una vez que hayan quedado abolidas ciertas normas o prácticas de cara al mercado único de 1992.

Por consiguiente, todo hace pensar que si, en el marco de la UEM, los bancos centrales optan por fijar objetivos explícitos de crecimiento monetario, deberán asumir el riesgo de tener que rebasarlos de vez en cuando. Riesgo éste tanto más probable cuanto que, simultáneamente, estarán obligados a estabilizar los tipos de cambio de sus respectivas monedas dentro de unos límites aún más estrechos y, por consiguiente, deberán intervenir frecuentemente en los mercados cambiarios. Salvo que sean esterilizadas y resulten entonces poco eficaces (6), estas intervenciones podrán necesitar, en efecto, que las autoridades monetarias se aparten, de forma más o menos duradera, de sus objetivos. En esta eventualidad, las autoridades deberán convencer a los mercados, y al público en general, de que el hecho de que rebasen los objetivos establecidos no afectará a la evolución de los pre-

cios. Si no es así, y se produce una escalada inflacionista, perderían toda su credibilidad.

Para superar este tipo de dificultades, ¿con qué alternativas cuentan los bancos centrales para comunicar sus intenciones a los mercados, y al público en general, a fin de asegurar la estabilidad de los precios? Entre todas las que podríamos contemplar (7), hay dos que merecen nuestra atención en el contexto de la UEM: el respeto a los objetivos de tipos de cambio nominales inherentes a la unión monetaria y la adopción de un objetivo común de tasa de inflación. A continuación, exponemos brevemente las ventajas y los límites de ambas fórmulas, que no son, necesariamente, excluyentes.

Objetivos de tipos de cambio nominales

Teniendo en cuenta la finalidad de la UEM —determinación irrevocable de las paridades—, orientar la política monetaria en función de tal objetivo sería, por así decirlo, completamente natural. Esto implicaría que las autoridades monetarias de los países afectados se alinearan con la tasa de inflación del país cuya moneda sirviera en ese momento de referencia —actualmente, Alemania— o con la tasa de inflación más baja de las existentes en la Comunidad (8). Desde ese punto de vista, la situación no sería muy diferente de la que subyace en los mecanismos del SME, que necesitan —por parte de los países miembros— una estabilización de los tipos de cambio dentro de límites estrechos y la subordinación de la política monetaria a esta exigencia.

A juzgar por la experiencia del SME, parece innegable que el hecho de centrar la dirección de la política monetaria en torno a la estabilidad del tipo de cambio ofrece una doble ventaja, ya que permite: *a)* contribuir a contener el alza de precios en la medida en que el «país de referencia» cuente tradicionalmente con una baja tasa de inflación, y *b)* limitar las fluctuaciones de los tipos de cambio reales y, por consiguiente, evitar que ciertas modificaciones repentinas de la competitividad de la economía (a consecuencia de una apreciación o depreciación del tipo de cambio real) den lugar a una mala asignación de los recursos. Además, conviene añadir que, por ser fácil e instantáneamente observable, el tipo de cambio no está expuesto a los problemas de interpretación que plantea la evolución de los agregados monetarios en el entorno financiero actual.

Como contrapartida, el respeto a un objetivo de tipo de cambio implica que el banco central siga los movimientos de los tipos de interés vigentes en el país de referencia y, por tanto, que se pierda

parte de la autonomía de la política monetaria nacional. En la perspectiva de la UEM, esta pérdida no parece ser necesariamente perjudicial, ya que ofrece la posibilidad de importar una tasa de inflación relativamente baja, contribuyendo así a la convergencia de las actuaciones de las distintas economías implicadas. Sin embargo, pueden surgir inconvenientes si la evolución de las tasas de interés y de la masa monetaria en el país de referencia se ve afectada por choques exógenos. En tal caso, el deseo de adaptarse a un objetivo de tipo de cambio provocará ajustes inadecuados para la política monetaria nacional.

Las consecuencias de la reunificación alemana constituyen, en cierto aspecto, un buen ejemplo de este fenómeno: como resultado de las presiones inflacionistas y del consiguiente fortalecimiento de la política monetaria en Alemania, varios países miembros del SME se vieron obligados a elevar sus tipos de interés, siguiendo el ejemplo alemán —o, al menos, a mantenerlos inalterados cuando deseaban bajarlos—, para conservar la estabilidad del tipo de cambio de sus monedas con respecto al marco alemán. Ahora bien, esta reacción forzada pareció injustificada en relación con las necesidades económicas internas de dichos países, hasta el punto de que algunos han visto en ella un nuevo ejemplo de «sesgo deflacionista» debido a la asimetría de los mecanismos del SME.

El hecho es que todo sistema de tipos de cambio fijos implica una cierta dosis de asimetría: en efecto, en un sistema de ese tipo, hay un país, por lo menos, que desempeña un papel primordial en la determinación de la tasa de inflación y, por consiguiente, impone a los otros las repercusiones de sus decisiones sobre política monetaria en función de su propio ritmo de alza de precios. Mientras dicho país sea un modelo de lucha contra la inflación —como ha sido el caso de Alemania hasta el presente— este tipo de asimetría será, en el fondo, beneficiosa como factor de disciplina para unos países vinculados por la obligación de mantener sus tipos de cambio (9). Desde ese punto de vista, conseguir que la asimetría no resulte insostenible, hasta el punto de que vaya en contra de las prerrogativas internas de ciertos gobiernos, supone que ha de haber un acuerdo sobre el objetivo de inflación. Lo que nos lleva a preguntarnos sobre la oportunidad de combinar el compromiso de estabilidad del tipo de cambio con un objetivo conjunto de tasa de inflación que trataría de facilitar el mantenimiento de las vigentes paridades monetarias, con la finalidad, claramente comunicada por las autoridades, de controlar la evolución de los precios hasta un determinado nivel.

Objetivo conjunto de tasa de inflación

Esta fórmula, basada en el respeto a un ritmo explícito de alza de precios durante un período determinado, presenta una doble ventaja (10):

— contribuye a favorecer la evolución de los costes y de los precios en las decisiones de política monetaria y, por ello, ofrece además la seguridad de que se mantendrá la estabilidad de los precios;

— obliga a las autoridades monetarias a prever las presiones que puedan producirse sobre los precios y a reaccionar más rápidamente ante una eventual aceleración de la inflación.

En la práctica, este enfoque supone el seguimiento de una serie de indicadores nominales (precios, salarios, masa monetaria, tipo de cambio, curva de rendimientos, etc.) que pueden proporcionar información sobre las tendencias subyacentes de la inflación. El inconveniente es, evidentemente, que todos esos indicadores pueden, a veces, proporcionar señales contradictorias e inducir a error a las autoridades monetarias. Además, a fuerza de observar simultáneamente toda una serie de variables, se corre el riesgo de modificaciones frecuentes —y, por tanto, desestabilizadoras— de la política monetaria con el pretexto de tener que reaccionar constantemente ante nuevos datos.

Por último, y aunque esto no es necesariamente un inconveniente, el banco central debe ser lo suficientemente autónomo frente al gobierno como para tomar las medidas necesarias para contener el alza de precios dentro de los límites del objetivo inicialmente fijado. De no ser así, por ejemplo en el caso de una política presupuestaria expansionista, el banco central se expondría a tener que tolerar un ritmo de inflación superior al considerado como deseable para la economía. En este caso, comprometería su credibilidad, y es posible que esta pérdida de credibilidad resultase mucho más importante que el simple desbordamiento de un objetivo de crecimiento monetario. Por consiguiente, la eficacia de una política monetaria centrada en el anuncio de un objetivo explícito de tasa de inflación implica, de un modo u otro, una relativa independencia del banco central en la dirección de dicha política.

Suponiendo que esta última condición se cumpliera en el marco de la UEM (de hecho, todo hace creer que así ocurrirá, más o menos), ¿qué umbral de tasa de inflación deberán tratar de establecer públicamente las autoridades monetarias? Para que tenga sentido la búsqueda de una estabilidad en los precios, es preciso que aquélla no consista en aspirar a una tasa media de inflación para la

zona monetaria europea. Contentarse con un objetivo de este tipo significaría no sólo un retroceso con respecto a los resultados logrados bajo el SME, sino también el abandono de la disciplina impuesta por el Bundesbank en la dirección de las políticas monetarias. Por lo tanto, las autoridades monetarias deben tratar de alinearse con la tasa de inflación más baja de la zona, tasa que —a medio plazo— debería estar lo más cerca posible de cero.

En *resumen*, se puede prever que las políticas monetarias seguirán el camino siguiente durante la fase de transición a la UEM:

— atenerse a los objetivos declarados de tipos de cambio, con el corolario del ajuste de la política monetaria nacional a la del país de referencia (por el momento, Alemania), o a la de un grupo de países que gocen de una fuerte reputación antiinflacionista;

— fortalecer, si fuera necesario, la influencia de la política monetaria sobre las previsiones antiinflacionistas anunciando un objetivo común de tasa de inflación, a condición de que el banco central tenga la autoridad necesaria —frente al gobierno— para hacer que se respete dicho objetivo y defender su credibilidad. Otra posibilidad consistiría en formular conjuntamente objetivos de crecimiento monetario, pero en este caso los riesgos de rebasarlos (y, por tanto, de perder credibilidad) serían inevitables, debido a la extensión del proceso de liberalización financiera y a la necesidad de estabilizar los tipos de cambio.

Cualquiera que sea la fórmula elegida, queda por asegurar que los objetivos establecidos en cada uno de los países sean compatibles entre sí. Ahora bien, como veremos más adelante, el grado de compatibilidad entre los diversos objetivos nacionales no es independiente de la naturaleza de las variables seleccionadas para servir de soporte a dichos objetivos.

¿COMO ASEGURAR LA COMPATIBILIDAD DE LOS OBJETIVOS NACIONALES?

Admitiendo que en el marco de la UEM los bancos centrales se limiten a dirigir sus propias políticas en función de los objetivos de estabilidad del tipo de cambio, la coherencia de dichas políticas estaría garantizada por el solo hecho de su alineamiento con la política monetaria alemana. Como ya destacábamos anteriormente, Alemania tendría la responsabilidad de fijar la tasa de inflación para

el conjunto de la zona monetaria. En la práctica, esto significa que los tipos de cambio serían el vector por medio del cual podría controlarse el alza de precios en cada uno de los países de la zona. Sólo Alemania tendría, si llegara el caso, la posibilidad de establecer otro objetivo distinto de los tipos de cambio para guiar su política monetaria, objetivo que —como es el caso actualmente— podría ser un agregado de masa monetaria, a condición de que resultara estrechamente controlable por el Bundesbank.

Este esquema se aproxima ya mucho al comportamiento de países como Bélgica y Holanda dentro del SME. Su generalización implicaría que Alemania continuaría siendo el referente desde el punto de vista de la lucha contra la inflación. Sin embargo, aunque así fuera, nada indica que todos los países estarían dispuestos a dejar en manos del Bundesbank la dirección de sus políticas monetarias. En este supuesto, a la espera de que se cree una autoridad monetaria única y de que ésta se halle en condiciones de definir una política común, los bancos centrales deberían ponerse de acuerdo sobre una tasa de inflación que les sirviese de base.

Alternativamente, en el supuesto de que los bancos centrales, dentro del marco de la UEM, prefirieran anunciar conjuntamente unos objetivos de crecimiento monetario, el ejercicio de compatibilidad sería de naturaleza totalmente distinta (11). Los objetivos no sólo deberían satisfacer los criterios de «control» y «estabilidad» citados anteriormente, sino que tendrían también que cumplir tres condiciones para asegurar su coherencia:

— las variables monetarias seleccionadas deberían ser tan poco sensibles como fuera posible a la sustitución de activos financieros generada por la desregulación de los mercados de capitales. Esto llevaría a favorecer agregados de base monetaria o de masa monetaria en sentido amplio, con preferencia sobre conceptos de masa monetaria en sentido estricto;

— los agregados seleccionados deberían ser estadísticamente comparables, lo que equivale a decir que su composición debería ser relativamente homogénea;

— los tipos únicos u horquillas de crecimiento fijados para esos agregados deberían reflejar una meta común en materia de inflación.

De estas tres condiciones, es evidente que la tercera es la más crucial, en la medida en que condiciona el alcance de todo ejercicio de coherencia entre objetivos monetarios. En efecto, de nada serviría formular conjuntamente objetivos para un

agregado monetario determinado si no expresaran una voluntad común de converger hacia una misma tasa de inflación.

Se ve, pues, que, en todos los casos imaginables, una mayor coordinación de las políticas monetarias durante las dos primeras fases de la UEM pasa por la definición, de una u otra forma, de una norma común en materia de inflación. El que esta norma sea objeto de objetivos explícitos por parte de las autoridades monetarias o que sirva de base a objetivos de crecimiento monetario o de tipos de cambio es algo meramente circunstancial. Lo que importa es no perder de vista que la reputación de los bancos centrales comprometidos en el proceso de unificación monetaria europea, y el buen desarrollo de dicho proceso, dependerán, en gran medida, de su capacidad para controlar realmente la inflación.

CONCLUSIONES

El objeto de este trabajo consistía en plantear cuestiones sobre la naturaleza de los objetivos susceptibles de guiar la acción de los bancos centrales europeos durante la fase de transición hacia la unión monetaria. Del análisis precedente se pueden extraer tres conclusiones:

- Por una parte, la constatación de que el mantenimiento de tipos de cambio estables en el interior de la unión será prioritario en la dirección de las políticas monetarias nacionales, de donde se deduce la necesidad de que dichas políticas sigan la evolución de los tipos de interés vigentes en el país, o grupo de países, que sirva de referencia en materia de inflación.
- Por otra parte, la idea de que los socios de la unión (y en especial el país o los países de referencia) podrían, eventualmente, fijarse un objetivo explícito suplementario distinto del tipo de cambio, a fin de fortalecer su influencia sobre las previsiones inflacionistas. Este objetivo podría ser la propia tasa de inflación, a condición de que el banco central tuviera la independencia necesaria para hacerlo respetar. Podría ser también el crecimiento de un agregado monetaria cualquiera, admitiendo que fuera controlable por las autoridades y que, por tanto, su evolución no se viera perturbada ni por el proceso de liberalización financiera ni por las intervenciones oficiales en los mercados de cambios.
- Por último, la opinión de que, para asegurar la coherencia de sus políticas, las autoridades monetarias deberían ponerse de acuerdo sobre una meta común en materia de inflación.

En suma, el hecho de que se deba favorecer el objetivo del tipo de cambio dará lugar a que la mayoría de los países miembros de la unión simplifiquen la formulación de sus políticas monetarias y reduzcan su autonomía, al menos durante la fase de transición. Parece, pues, poco probable que se produzca automáticamente una mayor coordinación de las políticas monetarias por medio de una postura «colegiada» en las decisiones de los bancos centrales que permitiera influir en las decisiones de la política alemana. En el mejor de los casos, esta postura colegiada podrá favorecer progresivamente la creación de un consenso sobre las tasas de inflación, que las autoridades monetarias se comprometerán a alcanzar colectivamente. Sin embargo, no podrá tratarse de una tasa de inflación media o mediocre, ya que se desnaturalizaría el alcance de la coordinación, sino de una meta lo más próxima posible a cero teniendo en cuenta las circunstancias económicas internas y externas.

Después de la fase de transición, el problema de la formulación de la política monetaria dentro de la unión se planteará bajo una perspectiva un poco diferente. Ante la existencia de una política única, definida y ejecutada por una autoridad única (el Banco Central Europeo), la selección de objetivos dependerá, básicamente, del régimen de cambios que se adopte con respecto a las monedas de terceros países. Si la moneda europea, cualquiera que sea ésta, está destinada a flotar en relación con las principales divisas, que son el dólar y el yen (como ocurre con el marco alemán, en tanto que moneda de referencia dentro del SME), la nueva autoridad monetaria gozará de la misma libertad que el Bundesbank para decidir los objetivos que asignará a su política. Sin embargo, nada indica que dichos objetivos sean los mismos que los que hoy día se marcan las autoridades monetarias alemanas. Uno de los argumentos avanzados anteriormente es, en efecto, el de que la generalización del proceso de liberalización financiera en Europa hará que resulte más difícil el respeto de los objetivos en términos de masa monetaria. Por consiguiente, el hecho de que la «constitución» del Banco Central Europeo se calque sobre el modelo del Bundesbank no significa necesariamente que la política monetaria de la unión sea, en su formulación, una simple repetición de la política monetaria que se practica en Alemania.

NOTAS

(*) Título original: «Quels objectifs pour la politique monétaire dans le cadre de l'unification européenne?». Traducción de DIORKI, revisada por la Redacción de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

(**) Este artículo es fruto de un trabajo realizado en el Instituto Universitario Europeo de Florencia, donde ha colaborado el autor como profesor externo. La responsabilidad por las opiniones en él expresadas corresponde exclusivamente al autor, y éstas no reflejan necesariamente las de la Secretaría de la OCDE ni las de los países miembros de esta organización.

(1) Este argumento ha sido desarrollado especialmente por DAVIS (1990) en la introducción al texto completo de este estudio. Véase también KOHN (1990).

(2) *Informe sobre la Unión Económica y Monetaria en la Comunidad Europea*, abril de 1989.

(3) El proyecto de normativa del «Sistema Europeo de Bancos Centrales», preparado (en noviembre de 1990) por el Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de la Comunidad Europea, prevé explícitamente que el objetivo prioritario de esta institución será el mantenimiento de la estabilidad de los precios.

(4) Véanse, en particular, KYDLAND y PRESCOTT (1977), así como ENGLANDER (1990).

(5) Esta tesis está representada por lo que se suele llamar «Ley de Goodhart» (el nombre del autor que la popularizó). Estipula que el anuncio de objetivos de crecimiento monetario ha contribuido, en cierta medida, a la inestabilidad de la demanda de dinero para el agregado que sirve de base a los objetivos. Véase GOODHART (1989).

(6) Esta es, en cualquier caso, la conclusión del INFORME JURGENSEN (1983) sobre el grado de eficacia de las intervenciones oficiales para estabilizar los tipos de cambio. Este argumento ha sido retomado por FRENKEL y GOLDSTEIN (1990).

(7) Se puede encontrar un análisis detallado de las diversas opciones que pueden utilizarse para formular la política monetaria en ATKINSON y CHOURAQUI (1985). Véase también, sobre el mismo tema, CHOURAQUI (1990).

(8) Este segundo enfoque se encuentra en la propuesta británica de un «ecu fuerte», presentada como alternativa a las recomendaciones del *Informe Delors* sobre las fases 2 y 3 de la unión monetaria. Una propuesta de este tipo, que prevé la creación del Fondo Monetario Europeo, encargado de emitir y controlar una moneda «común» (el ecu fuerte), implica que tal Fondo debería, en todo momento, ajustar su política monetaria en función de la orientación más restrictiva vigente en el interior de la zona. Véase GRICE (1990).

(9) Esta es la posición que sostiene RAYMOND (1990). Véase también BANK OF ENGLAND (1991).

(10) Para más detalles, véanse FREEDMAN (1989) y SELODY (1990).

(11) Como apunta BORDES (1990), tal armonización de agregados monetarios no sería fácil de realizar.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- ATKINSON, P., y CHOURAQUI, J. C. (1985), «The formulation of monetary policy: a re-assessment in the light of recent experience», OCDE, *Department of Economics and Statistics Working Papers*, núm. 32, marzo.
- BANK OF ENGLAND (1991), «The ERM: a review of the academic literature», *Quarterly Bulletin*, febrero.
- BORDES, C. (1990), «L'objectif de stabilité monétaire et sa mise en oeuvre», publicado en *Vers l'union économique et monétaire européenne*, La Documentation Française.
- CHOURAQUI, J. C. (1990), «Comment formuler la politique monétaire: les enseignements de l'expérience récente», *Revue Française d'Economie*, núm. 4, otoño.
- DAVIS, R. (1990), *Intermediate targets and indicators for monetary policy: a critical survey*, Federal Reserve Bank of New York.
- ENGLANDER, S. (1990), «Optimal monetary policy design: rules vs. discretion again», publicado en *Intermediate targets and indicators for monetary policy: a critical survey*, obra citada en DAVIS (1990).
- FREEDMAN, C. (1989), «Monetary policy in the 1990s: lessons and challenges», publicado en *Monetary policy issues in the 1990s*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- FRENKEL, J., y GOLDSTEIN, M. (1990), «Monetary policy in an emerging European and Monetary Union: key issues», publicado en *Vers l'union économique et monétaire européenne*, obra citada en BORDES (1990).
- GOODHART, C. (1989), *Monetary policy: theory and practice*, MacMillan.
- GRICE, J. (1990), «The UK proposals for an European Monetary Fund and a hard ecu: making progress towards Economic and Monetary Union in Europe», *Treasury Bulletin*, Reino Unido.
- JURGENSEN, P. (1983), «Report of the Working Group on Exchange Market Intervention».
- KOHN, D. (1990), «Making monetary policy», publicado en *Monetary policy and market operation*, Reserve Bank of Australia.
- KYDLAND, F., y PRESCOTT, E. (1977), «Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans», *Journal of Political Economy*, junio.
- RAYMOND, R. (1990), «La conduite d'une politique monétaire nationale au sein d'une zone monétaire», *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, núm. 37.
- SELODY, J. (1990), «The goal of price stability», *Bank of Canada, Technical Report*, núm. 54.