

UNA SUGERENCIA PARA PLANTEARSE EL PROBLEMA DE LA REPUTACIÓN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Juan Urrutia

I. INTRODUCCIÓN

Ante la entrada en funcionamiento de la tercera fase de la unión monetaria (UM), presumiblemente el 1 de enero de 1999, y la consiguiente puesta en marcha del sistema europeo de bancos centrales (SEBC) surge una preocupación de hondo calado: ¿podrá el Banco Central Europeo (BCE) actuar de acuerdo con sus propios estatutos, basados en los del Bundesbank e incorporados al Tratado de la Unión Europea (TUE)? El problema no es el de la independencia de un banquero central reputadamente antiinflacionario, sino el de la adquisición de una reputación antiinflacionaria por parte de un nuevo banco central, en este caso el BCE, que nace formalmente independiente.

La sospecha de que quizá el BCE sea un pobre sustituto del Bundesbank proviene de dos orígenes. Por un lado, tanto en su Consejo de Gobierno como en su Comité Ejecutivo hay personas que, de una manera u otra, podrían estar condicionadas por los intereses de su propio país. Por otro lado, el desbarajuste fiscal (medido por el tamaño del déficit y de la deuda) con el que, previsiblemente, vaya a inaugurarse la tercera fase de la UM podría forzar una política monetaria exageradamente acomodaticia y contraria a sus objetivos estatutarios que acaba relegando a un segundo plano lo que en ellos es el objetivo primordial: la estabilidad de precios.

Para sopesar los fundamentos de estas sospechas y para *sugerir* que el TUE, al mantener la política fiscal en el ámbito nacional de acuerdo con el principio de subsidiariedad está, de hecho, desactivando su presunta virulencia, procederé de la siguiente manera. Primero, *sugeriré* que hay una relación entre la reputación antiinflacionaria que el BCE quisiera hacerse y el reforzamiento de aquellos mecanismos de seguimiento que permiten exigirle responsabilidades (1). En segundo lugar, trataré de acomodar la transparencia y la información que la noción de *accountability* supone a la noción de *cheap-talk* propia de la teoría de los juegos. De hecho, trataré de mostrar que esta noción puede ser muy útil en el contexto de un juego repetido no-vir-

tual entre la política monetaria y la política fiscal para entender cómo el BCE adquiere su reputación. En tercer lugar, y de acuerdo con lo anterior, ofreceré mis *sugerencias* básicas: que el BCE puede adquirir la reputación adecuada sin necesidad de ser fanático; que la descentralización de la función estabilizadora de la política fiscal es una aplicación del principio de subsidiariedad que tiene mucho sentido en sí misma; que, en cualquier caso, esa descentralización fiscal constituye un escape a las preocupaciones estabilizadoras de los estados miembros (que se ven menos tentados a tratar de manipular las decisiones del BCE, permitiendo, de esta forma, la construcción de su reputación), y que, dada esa reputación, mejora la posibilidad de disciplinar la política fiscal aunque esté descentralizada. En los comentarios finales, diré algo sobre aquellos factores de los que he abstraído para poder acarrear con limpieza mis sugerencias. En efecto, hasta ese punto, admito sin discusión la independencia de los bancos centrales y sus objetivos antiinflacionarios.

Para terminar esta introducción, quiero subrayar que el uso profuso de la idea de *sugerencia* pretende avisar de que, en lo que sigue, no hay ni teoremas nuevos ni tratamiento de datos, sino sólo una aplicación heurística, y un poco traída por los pelos, de un teorema reciente, junto a una buena dosis de «conversación» más o menos especializada. Espero que sea útil.

II. BANCO CENTRAL EUROPEO Y BUNDESBANK

La comparación entre el funcionamiento de una institución bien establecida como el Bundesbank, con unos objetivos socialmente legitimados y con una reputación sólidamente establecida, y el eventual desenvolvimiento del BCE, que tiene que construir su reputación y legitimarse, permite introducir la noción de *accountability* y relacionarla con la de reputación en el contexto de la discusión entre reglas y discrecionalidad en el ejercicio de la política monetaria.

Tomemos como punto de partida lo que es bien conocido respecto del Bundesbank. La superinflación de los años veinte en Weimar y en los restos del imperio austrohúngaro, unida al consecuente fracaso de las instituciones democráticas, confiere al objetivo prioritario de estabilidad de precios una *legitimidad social* que no ocurre en otros ámbitos geopolíticos. El Bundesbank, con su independencia, ha adquirido una sólida *reputación* de querer y poder tener bajo control la tasa de inflación. Con esa reputación, puede muy bien permitirse el lujo de ejercer la *discreción*, e incluso de atender a otros objetivos o de ser acomodaticio. Para que este lujo sea posible, parece conveniente que la *accountability* no constituya un obstáculo, cosa que se acabaría dando si la discrecionalidad estuviera sujeta a una enorme *transparencia* o si tuviera que establecerse continuamente una discusión sobre las actuaciones basadas en una *información* detallada.

Antes de comparar esta descripción con el diseño y los problemas del BCE, destacaré que, tal como he dicho, la discreción se ha ejercido por el Bundesbank. Recordemos, en primer lugar, y a pesar de que estoy abstrayendo de los problemas cambiarios, que a lo largo de los avatares del Sistema Monetario Europeo a partir de Maastricht, el Bundesbank ha cedido a presiones políticas para actuar en favor de la credibilidad del sistema. Esto es bien conocido, pero lo que quizá no lo es tanto es que en dos ocasiones, a finales de los años ochenta, el Bundesbank permitió que la oferta monetaria sobrepasara los límites preestablecidos para acomodar aumentos en la demanda de dinero que provenían del *crash* de octubre de 1987 y de una retención fiscal sobre intereses que se anunció en Alemania a finales de 1988. El *Annual Report* de 1988 documenta este segundo aspecto del uso de la discrecionalidad por parte del Bundesbank (2). En tercer lugar, la forma sofisticada en la que Alemania parece seguir la regla de Taylor permite pensar que la discrecionalidad del Bundesbank toma en consideración la situación real de la economía (3).

Pues bien, para el BCE, el uso de la discreción será mucho más difícil y arriesgado. Para empezar, el objetivo antiinflacionario, aunque prioritario, no goza en la UE de la misma *legitimidad social* que en Alemania debido a experiencias históricas bien diferentes. Como, en cualquier caso, la *reputación* antiinflacionaria del BCE está por construir, no parece que pueda permitirse gran *discrecionalidad* en sus actuaciones, sino que debiera tratar de ganarse su *reputación* en base al uso inflexible de *reglas*. Cuando se utilizan reglas, la *accountability* puede florecer, porque la transparencia informativa es fácil de poner en práctica y porque la discusión pública sobre reglas es siempre más fácil que sobre actuaciones discrecionales mal definidas. Ahora bien, que florezca o no depende de los estatutos del BCE y de cómo se interpreten. Aparentemente, el TUE establece un montón de cautelas que, diseñadas

para compensar democráticamente la independencia constitucional del BCE, pueden servir para hacer posible la *accountability*. Si, de hecho, se ejercen así, se habrá dado un paso muy grande hacia la consecución de la reputación del BCE, tal como ahora trataré de sugerir.

III. ACCOUNTABILITY Y REPUTACIÓN: EL JUEGO DE LA POLÍTICA MONETARIA Y DE LA POLÍTICA FISCAL

El apartado anterior muestra con cierta claridad dos cosas: que la independencia o no de un banco central no está aquí en juego, y que lo que sí está en juego es cómo la *accountability* puede coadyuvar a la obtención de una reputación antiinflacionaria. El argumento *standard* a favor de la independencia del banco central supone que el gobierno no tiene credibilidad en la lucha contra la inflación, y muestra que el correspondiente sesgo inflacionario puede ser disminuido dotando de independencia a un *reputado* luchador antiinflacionario (4). Sin embargo, el SEBC es una institución nueva, en cuyo contexto nadie puede tener una reputación ni buena ni mala. Lo que está en juego es si la *accountability* puede coadyuvar a la reputación, en cuyo caso, nótese, la independencia no es necesaria (5).

Comencemos por recordar algo bien conocido y obvio. Aun suponiendo que la política monetaria y la política fiscal fueran eficaces (en contra de no pocas sugerencias teóricas) y que, por tanto, mereciera la pena ejercerlas, queda todavía el problema de su interdependencia a través de la financiación del déficit presupuestario. Como hoy está prohibido recurrir al BCE (o a los BCNS) para financiar el déficit presupuestario de cualquier país miembro, éste no tiene más remedio que atraer ahorro emitiendo deuda. Si el ahorro fuera europeo, la necesidad de atraerlo exige un aumento del tipo de interés, lo que expulsa a la inversión privada y reduce la tasa de crecimiento. Esto, a su vez, genera más déficit, con lo que se acaba presionando en favor de una política monetaria más expansiva (6). Parece, pues, que podríamos intentar una aplicación informal de la teoría de juegos no-cooperativos.

Las relaciones entre la política fiscal y la política monetaria pueden verse, en efecto, como un juego entre el Ministerio de Hacienda (Sr. F) y el banco central (Sr. M), en el que caben cuatro posibilidades: si F cede ante M, domina la política monetaria y el banco central consigue «implementar» una inflación pequeña (Π_n) a costa de reducir mucho la tasa de crecimiento (g_m); simétricamente, si el que cede es M, domina la política fiscal y M acomodará la oferta monetaria generando una inflación grande Π_M y permitiendo una g_M grande; si ninguno cede, la política monetaria genera una inflación Π_n y la política fiscal sostiene una tasa de crecimiento g_n ; ahora bien, si ambos señores cedieran, coordinarían ambas políti-

cas y acabarían generando una senda equilibrada con Π^* y g^* . Supondremos que se dan las siguientes desigualdades que no parecen descabelladas:

$$g_M > g^* > g_n > g_m \quad \text{y} \quad \Pi_M > \Pi_n > \Pi^* > \Pi_m$$

Este análisis del pulso entre F y M se resume en la matriz A de resultados en el espacio de tasa de crecimiento (g) y tasa de inflación (Π), en donde L se identifica con «ceder» y R con «no ceder».

MATRIZ A

		Sr. M	
		L	R
Sr. F	L	g^*, Π^* 4	g_m, Π_m 1
	R	g_M, Π_M 2	g_n, Π_n 3

Además, supondremos que la cuadrícula 3 corresponde al punto de partida del juego, pues corresponde a una situación como la actual, con una inflación relativamente alta y una tasa de crecimiento relativamente baja.

Sobre el espacio de la matriz anterior, se pueden definir preferencias alternativas que definen matrices de pagos diferentes. Si F y M son *fanáticos*, tendríamos la matriz de pagos C, en la que el Sr. M ordena las situaciones exclusivamente en términos de la inflación y, además, desea fervientemente minimizar la tasa de inflación, y en la que el Sr. F ordena las situaciones exclusivamente en términos de tasa de crecimiento y desea fervientemente maximizar la tasa de crecimiento. Si ninguno de ellos fuera un *fanático* en el sentido anterior, podríamos obtener la matriz de pagos B.

La matriz de pagos C configura el juego llamado «dilema del prisionero», en el que R es estrategia dominante y en el que, en consecuencia, (RR) es un equilibrio de Nash. Nótese que el óptimo paretiano (LL) *no* es un equilibrio de Nash. La matriz de pagos B configura, en cambio, un juego de coordinación con interés común en el que la estrategia dominante es L, y en donde hay dos equilibrios de Nash (R, R) y el óptimo paretiano (LL).

MATRIZ B

		Sr. M	
		L	R
Sr. F	L	10,10	0,5
	R	5,0	1,1

MATRIZ C

		Sr. M	
		L	R
Sr. F	L	10,10	0,15
	R	15,0	1,1

Antes de pasar al análisis de estos juegos, notemos que las preferencias son conocidas por los jugadores, por lo que el problema de la reputación no es el de tratar de revelar unas preferencias que uno no tiene en el fondo o que los demás no saben que uno tiene. En el contexto presente, y tal como veremos ahora, el problema de la reputación es el de la credibilidad de los mensajes que cada jugador puede enviar, en el despliegue de la *accountability*, en un intento de coordinar las políticas monetaria y fiscal.

Continuemos con el análisis de los dos juegos. Como el punto de partida (RR) es un equilibrio de Nash en ambos, en ningún caso se obtendrá (LL) en el contexto de un juego estático. Hay que pasar, pues, a un contexto de juegos dinámicos. Éstos pueden ser *virtuales* (en los que, como la estrategia es *one-shot*, no se aprende nada y el tiempo es irrelevante) o *reales* (en los que la estrategia es revisable y el tiempo es relevante, ya que se puede aprender). Y cualquiera de esos tipos puede permitir la comunicación previa o no permitirla. Como el problema que nos ocupa parecería dar relevancia al tiempo, y como sin comunicación previa no cabe la *accountability*, parece natural concentrarse en juegos repetidos en tiempo real y con comunicación.

En nuestro caso, la pregunta es si es posible pasar de la casilla 3 a la 4 utilizando una especie de *cheap-talk* consistente en anunciar el movimiento que se va a hacer. En el caso del «dilema del prisionero», la estrategia doble consistente en «anunciar L y hacer L» no puede emerger a partir de «anunciar R y hacer R». La razón es que el mensaje «voy a hacer L» no es creíble debido a que (LL) no es un equilibrio de Nash. En este ejemplo vemos, pues, que lo que he denominado fanatismo precluye la obtención del óptimo.

En el juego de coordinación, la situación es muy distinta. Supongamos primero que el espacio de mensajes en el que tiene lugar la comunicación propia de la *accountability* no es muy rico en el sentido de que no caben los mensajes condicionales. Notemos que la estrategia doble «anunciar R y hacer R» es la mejor respuesta a la estrategia de partida, y que la estrategia doble «anunciar L y hacer L» *no* es la mejor respuesta a la de «anunciar R y hacer R» de la que partimos. Para ver esto último, tomemos a M. Cumplirá lo anunciado si cree que F ha sido

persuadido por el anuncio porque, en ese caso, pasa de ganar 1 a ganar 10. Pero si M cree que F no ha sido persuadido por su anuncio, no cumplirá lo anunciado, pues pasaría de ganar 1 a ganar 0. Vemos, pues, que no es obvio que la *accountability* sirva para alcanzar la reputación adecuada, contrariamente a lo que, convenientemente interpretados, pretende insinuar Briault, Haldana y King (7).

Sin embargo, se puede argüir que si la *accountability* define un espacio de mensajes suficientemente rico, sí puede alcanzarse la reputación que se desea a través de hacer creíble el anuncio «voy a jugar L». En efecto, pensemos en la estrategia doble consistente en «anunciar L y hacer L si el otro anuncia L, o hacer R si el otro anuncia R». Notemos que si F adopta esta estrategia gana 10 si M también la adopta, y gana 1 si M se mantiene en la primitiva de «anunciar R y hacer R». Lo mismo ocurre desde el punto de vista de M. Luego esta nueva estrategia doble funciona mejor que la inicial. Igualmente, funciona mejor que la estrategia mentirosa consistente en «anunciar L y hacer R, sea lo que sea lo que anuncien los demás», pues en este caso gana 1 si el otro se mantiene o me sigue. En consecuencia, en un juego evolutivo, la estrategia doble «mutante» que hemos considerado prevalecerá. A partir de ahí, se puede probar que la dinámica imitativa de la *mejor respuesta* lleva a que la estrategia «anunciar L y hacer L» emerja como equilibrio del juego (8).

La interpretación de este resultado es muy sencilla. La *accountability* ha permitido desarrollar una pauta de conducta del BCE consistente en «decir L y hacer L». Sus declaraciones adquieren credibilidad y, en consecuencia, adquiere la reputación de hacer L, que es lo que queríamos.

IV. DESCENTRALIZACIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL ESTABILIZADORA

Hasta ahora, lo que he sido capaz de sugerir de manera informal es que el BCE, como cualquier banco central sin reputación, quizá puede adquirirla a través de la comunicación transparente exigida por la *accountability*, siempre que no haya excesivo fanatismo por parte de las autoridades económicas. Ahora tengo que enfrentarme a la descentralización fiscal que, pretendidamente, estaría en la base del desbarajuste fiscal que condiciona la política monetaria.

Para empezar, quiero mostrar que hay dos «hechos» que se sostienen mutuamente: 1) descentralización de la política fiscal, y 2) reputación de la política monetaria. El argumento es trivial. Por un lado, la descentralización del aspecto estabilizador de la política fiscal, al conceder a los estados miembros de la UM una manera de corregir los *shocks* idiosincrásicos; elimina (parte de) la presión de sus re-

presentantes en el Consejo de Gobierno del BCE, y facilita a éste la tarea de dotarse de una reputación adecuada mediante reglas creíbles. Por el otro lado, cuanto más indudable sea la reputación alcanzada por el BCE, más se la creerán las autoridades fiscales nacionales y menos tentadas estarán de saltarse su restricción presupuestaria intertemporal, especialmente en un contexto de libertad de movimientos de capital.

Sin embargo, y para continuar, este argumento no es suficiente para justificar con toda generalidad la descentralización fiscal propia del principio político de subsidiariedad. Este principio diría que el poder fiscal debe quedar en los estados miembros, a no ser que su centralización constituya una mejora evidente. Pero esto último es difícil de probar. En efecto, si consideramos a la política de estabilización fiscal centralizada como un mecanismo de seguro, los evidentes problemas de azar moral y selección adversa la hacen prácticamente imposible de poner en práctica. Tendríamos, pues, que probar que la apelación a los mercados de capitales, como alternativa al aseguramiento, se facilita haciéndola de manera centralizada. Pero esto no es cierto, ya que los estados miembros con mejores *ratings* no necesitan al centro, y el centro no quiere trabajar para los otros, pues le rebajarían sus *ratings*. Parece, pues, que, por una vez, un principio político del TUE tiene sentido económico (9).

Para terminar, me parece interesante presentar alguna evidencia que pueda interpretarse como sostenedora de que los estados miembros no son tan irresponsables como parecería, y de que han sabido utilizar cíclicamente los déficit presupuestarios teniendo en cuenta la restricción presupuestaria intertemporal sin necesidad de ser apremiados por Maastricht, cooperando así a mantener la actividad económica a pesar de los *shocks* petrolíferos. Miremos al cuadro adjunto. A la vista de este cuadro, que configura la figura 6.2 de *Making sense of subsidiarity, op. cit.*, pág. 132, los autores del CEPR comentan en la página 131: «¿Qué hubiera pasado en 1993 si Europa hubiera estado ya operando bajo esta cláusula (de Maastricht)? El déficit medio era cercano al 6 por 100 del PIB, pero partes significativas de esos déficit eran cíclicas. Incluso aunque en 1993 Maastricht apareciera sólo en la lejanía, la mayoría de los países renunciaron a una expansión fiscal» (traducción y cursiva mías).

V. COMENTARIOS FINALES

Hoy se expresan dudas sobre la posibilidad de que el BCE pueda cumplir en serio con su función antiinflacionaria. En este trabajo, he tratado de sugerir que el BCE puede alcanzar la suficiente reputación como para ser útil, y ello, precisamente, por la descentralización de la política fiscal, y ello tanto

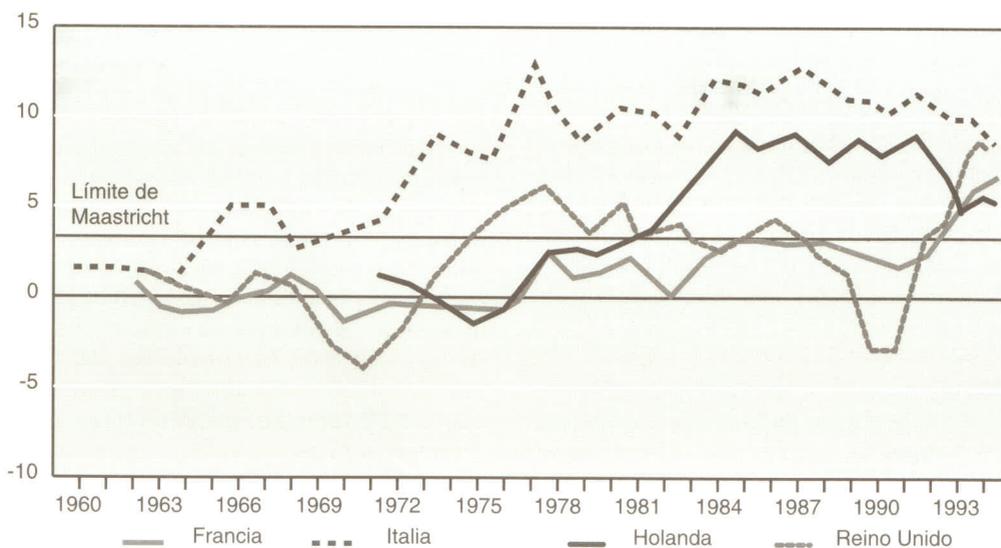
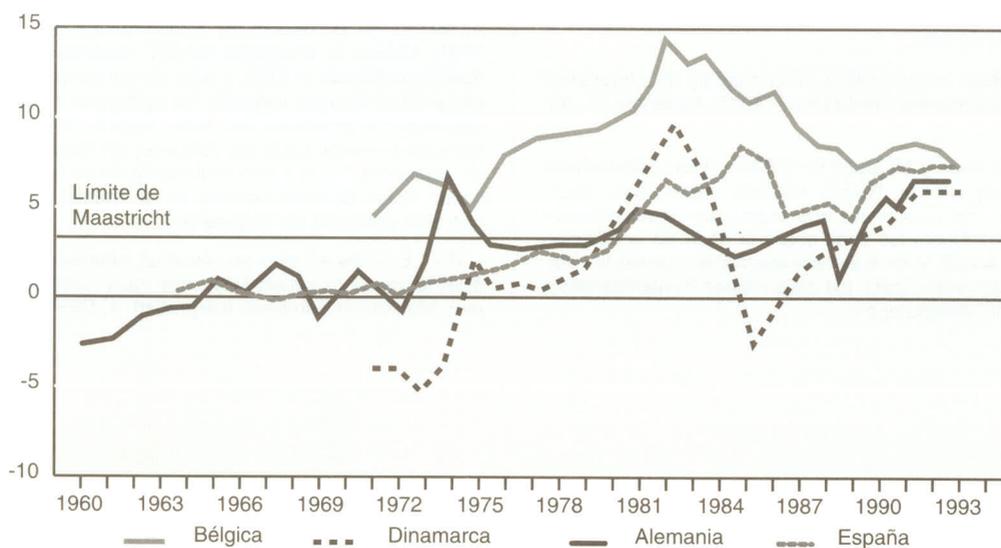
más fácilmente cuanto menos fanático sea el BCE. Es decir, en mi argumentación, los *presuntos peligros del funcionamiento del BCE resultan ser sus más sólidos puntos de apoyo*.

Esta especie de herejía, o provocación intelectual, está en la misma longitud de onda que otras dos implícitas en lo anterior. Primera, a pesar de que he utilizado a menudo la locución «independencia del banco central» lo he hecho para dar entrada a la idea de responsabilidad democrática y de *accountability*, y no porque esa independencia fuera necesaria. En efecto, y tal como ya he afirmado repetidamente, si se adquiere la reputación adecua-

da, la independencia no es necesaria. Segunda, no hay necesidad ninguna de exagerar los objetivos antiinflacionarios. Hay otros que, de hecho, se tienen en cuenta en la misma puesta en práctica de la política monetaria y que, por ser tenidos en cuenta, facilitan la coordinación de las políticas monetaria y fiscal.

Terminaré con otra herejía, la última. Si en el gráfico 1 observamos el comportamiento del déficit en los países más responsables —es decir, más respetuosos con la restricción presupuestaria intertemporal—, nos percatamos inmediatamente de que han traspasado los límites de Maastricht. Si éstos

GRÁFICO 1
DÉFICIT PÚBLICO Y LÍMITE DE MAASTRICHT
1960-1993 (Porcentaje del PIB)



se imponen inflexiblemente dentro de la UE, la presión para que ésta haga política estabilizadora centralizadamente será irresistible, y esto, tal como he sugerido, puede hacer difícil el funcionamiento del BCE. Este límite del 3 por 100 parece, pues, indecible. Tanto más los límites inferiores establecidos en el pacto de estabilidad alcanzado en la cumbre de Dublín.

NOTAS

(1) Me estoy refiriendo a la *accountability*. El término *accountability* es difícil de traducir. Sin duda se refiere a «responsabilidad», pero parece poner énfasis en las condiciones que hacen que esa responsabilidad puede ser exigida («controlabilidad»). No podría serlo si no hubiera mecanismos de seguimiento y sanción, y éstos no podrían funcionar sin la información suficiente y sin su difusión transparente en un lenguaje suficientemente rico. Quienes pueden ser removidos por el voto son, sin duda, *accountables* ante los electores; pero en lo que sigue no se discutirá sobre el voto.

(2) Ver D. BEEG *et al.* (1991), *The making of a monetary union*, Monitoring European Integration, CEPR, Appendix 2A, páginas 18-19.

(3) Ver R. CLARIDA y M. GERTLER (1996), «How Bundesbank conducts monetary policy», NBER, *Working Paper*, núm. 5581, mayo, citado por *The Economist*, que explica así la sofisticación del Bundesbank: «Ajusta los tipos sobre la base de la inflación esperada, no la actual; y los sube abruptamente cuando la inflación amenaza con subir; pero los baja menos inmediatamente cuando la presión desaparece.»

(4) Ver R. ROGOFF (1985), «The optimal degree of commitment to an intermediary monetary target», *Quarterly Journal of Economics*, noviembre.

(5) Ver mis notas en *Papeles de Economía Española*, número 57, 1993, págs. 96-98.

(6) Un argumento análogo puede construirse si se acude al ahorro no-europeo con base en la revalorización consiguiente del euro.

(7) *Bank of England. Quarterly Bulletin*, febrero 1996.

(8) La idea de que el *cheap-talk* puede ayudar a alcanzar el óptimo en un juego de interés común es conocida, y no se restringe ni a juegos evolutivos ni a juegos dinámicos. En particular, se puede mostrar, tal como hace VEGA-REDONDO en el punto 2.8 de su libro *Evolution, games and economic behaviour* (Oxford University Press, 1996), que la coordinación óptima se encuentra en el conjunto de equilibrio, que él denomina EAS (*Evolutionary absorbing set*), de un juego estático de interés común (pág. 39). En el contexto presente, parece, sin embargo, adecuado centrarse en juegos evolutivos. De hecho, la argumentación de los tres párrafos anteriores se debe al trabajo de A. MATSUI, «Cheap-talk and cooperation in a society», *Journal of Economic Theory*, 54, 1991, págs. 245-258, en el que se aplica la noción de equilibrio denominada *Social stable set* (SSS), desarrollada por I. GILBOA y A. MATSUI en su trabajo de *Econometrica* (59, págs. 859-867, 1991). Matsui, en el artículo del JET, muestra que, en general, el óptimo pertenece al SSS, y que, en particular, éste se reduce a aquél en el ejemplo utilizado. La aplicación minuciosa de estos resultados al problema del texto exigiría ulteriores precisiones técnicas e interpretaciones delicadas en relación con el número de jugadores F y M y con la duración de su interacción. Sin embargo, éstas parecen ociosas en un trabajo como el presente, que sólo pretende ser sugerente.

(9) Esto no es sino un resumen apretado del capítulo 6 de *Making sense of subsidiarity: how much centralization for Europe?*, Monitoring European Integration, 4, CEPR, 1993.