

## PROPUESTA DE UNA ESTRATEGIA MONETARIA PARA EL BCE CONSISTENTE CON EL MERCADO (\*)

Juan E. Castañeda Fernández (\*\*)

### 1. INTRODUCCIÓN

En enero de 1999, el Banco Central Europeo (BCE) nació con una estrategia monetaria que, si bien le ha permitido alcanzar su objetivo prioritario de mantenimiento de la estabilidad de precios en el área euro, presenta ciertas deficiencias que le mantienen expuesto a algunos riesgos potenciales que pueden presentarse en el futuro. Dos de estos riesgos provienen de la esfera política propia de la Unión Europea (UE). En primer lugar, la actual corriente de reinterpretación y "relajación" de los compromisos firmados en el *Pacto de Estabilidad y Crecimiento* está creando, de hecho, un nuevo consenso sobre cuál debe ser la situación óptima de las finanzas públicas que puede influir considerablemente sobre las decisiones cotidianas del BCE. En segundo lugar, según el *Tratado de Maastrich* son los gobiernos de la UE los que tienen el poder último para definir, si bien con restricciones (Buitter 1999), la política de tipo de cambio de la nueva moneda, lo que puede originar igualmente, en presencia de un acuerdo político que así lo "demande", una nueva interpretación de las prioridades de las políticas europeas que erosione el objetivo prioritario de consecución de la estabilidad de precios dado al BCE en sus estatutos constitutivos.

A éstos hay que añadir otro tipo de riesgos que provienen de la elección del BCE de una estrategia monetaria que no explicita claramente sus procedimientos de decisión. Precisamente dicho entorno político e institucional tan singular donde actúa el BCE es lo que aconsejaría la elección de una estrategia monetaria reglada que le vincule formalmente con la consecución de la estabilidad de precios, de acuerdo con unas pautas de decisión conocidas. En este trabajo, a la luz de los principales modelos de referencia internacional conocidos, optamos por la adopción por parte del BCE de una regla de *objetivo directo de inflación* como mejor medio para preservar su credibilidad e inde-

pendencia, tanto en el mercado como respecto al resto de los poderes públicos de la UE.

### 2. OPCIONES DE ESTRATEGIA MONETARIA: MODELOS DE REFERENCIA

#### 2. 1. Esquema general de análisis

La identificación de la estrategia monetaria de un banco central se obtiene a través del análisis conjunto de dos elementos fundamentales: por un lado, del contenido del mandato legal dado a la institución en sus estatutos o leyes constitutivas. Por otro lado, de los procedimientos que elige cada banco central para poder alcanzar los objetivos planteados en cada caso concreto. Con ello, podemos evaluar el grado de independencia del banco central en lo referente a su capacidad de elección del objetivo final de la política monetaria ("independencia de fines", Blinder *et al.* 2001) y, a continuación, el modo concreto en que "procesa" la información disponible para la consecución de sus objetivos.

Aplicaremos este esquema de análisis al estudio de los tres "modelos" de estrategia monetaria que se han venido desarrollando en los últimos años por sendos bancos centrales de referencia para el BCE, a saber: el seguimiento de una política monetaria discrecional por parte de la *Reserva Federal* (RF) de EE.UU., o bien, la adopción de una *regla monetaria* (1), ya sea en términos de un *objetivo directo de inflación* por parte del *Banco de Inglaterra* (BI) o de un *objetivo monetario intermedio* por parte del *Bundesbank* (BB) hasta 1999. Este análisis comparado nos permitirá presentar las diferencias existentes entre los distintos tipos de estrategia monetaria, subrayando en cada caso el objetivo final elegido, el modelo macroeconómico utilizado y, asimismo, las vías de comunicación de las decisiones del banco central y su posibilidad de control externo.

## 2.2. Reserva Federal

### 2.2.1. Mandato legal ambiguo: objetivos no jerarquizados

De acuerdo con sus estatutos, la RF debe promover la consecución de la máxima tasa de ocupación posible, una evolución de precios estables y, un nivel moderado de los tipos de interés en el largo plazo (2). Como puede observarse, es un mandato muy general que señala unos objetivos diversos en su naturaleza y no jerarquizados entre sí. Ello crea, al menos institucionalmente, cierta ambigüedad sobre los criterios que deben regir las decisiones monetarias, especialmente en los casos en que pudiera presentarse un conflicto entre los objetivos señalados. Por tanto, la formulación institucional de los objetivos de la RF resulta especialmente incompleta e inestable:

— En primer lugar, no hay estatutariamente una prelación clara y definitiva de los objetivos que permita ponderar de manera concluyente su importancia relativa.

— En segundo lugar, además, no hay una especificación concreta o cuantitativa ni de los objetivos finales de la política monetaria, ni de su plazo de consecución.

Como consecuencia de ello, se deja abierta de hecho la elección a la propia RF de su objetivo final en función de las preferencias que, en cada momento, manifiesten los miembros del comité que decide el curso de la política monetaria, el *Comité Federal del Mercado Abierto* de la RF y, asimismo, de las posibles presiones recibidas de los sectores interesados en cada decisión concreta (Hetzl 1986) (3). Por tanto, la generalidad del mandato político otorga el poder real de elección de los objetivos finales a los órganos de gobierno de la RF; situación que, en ausencia de una regla que limite claramente sus objetivos, permite su elección *discrecional* (4) de los criterios que determinan cada decisión monetaria, otorgándole una elevada independencia en cuanto a la elección final de los objetivos de la política monetaria en cada coyuntura histórica.

### 2.2.2. Estrategia monetaria: elección de un procedimiento no reglado o discrecional

A la ausencia de información relevante en la regulación de la RF se une el desarrollo de una estrategia monetaria discrecional por sus órganos

rectores que limita el conjunto de información disponible sobre los principales determinantes de sus decisiones monetarias, a saber: su objetivo final y el modelo macroeconómico de referencia utilizado para interpretar la evolución de la coyuntura.

En primer lugar, en cuanto a su objetivo, dada la ambigüedad del mandato político, el sesgo de su política monetaria vendrá dado por la interpretación y jerarquía que sus órganos de gobierno establezcan entre los distintos objetivos. De acuerdo con sus propias publicaciones (5), la RF interpreta actualmente el mandato dado en el sentido de desarrollar medidas monetarias tendentes a aumentar el crecimiento potencial de la economía, lo que permitirá un aumento del empleo compatible con una evolución estable de los precios y los tipos de interés. De este modo, el objetivo original referido a la promoción de la producción es interpretado como un objetivo de aumento de la tasa de crecimiento potencial de la economía. Ello restringe y limita sustancialmente el objetivo original de promoción del empleo al del crecimiento de la capacidad productiva de la economía, concepto que implica un crecimiento económico compatible con la estabilidad de los precios a lo largo del tiempo (6).

De esta manera, en consonancia con las recomendaciones derivadas de la *teoría de la inconsistencia temporal* de Kydland y Prescott (1977), quedaría excluido un objetivo de promoción directa e indiscriminada de la actividad; de modo que la RF no considera, al menos en la actualidad, el mandato político como un marco legal que permita el desarrollo de políticas de estabilización de la renta que pudieran poner en peligro la estabilidad de precios. Asimismo, tanto el mandato político como su interpretación por parte de la RF excluyen la adopción de un objetivo único consistente en el control de la inflación dado que, con ello, la política monetaria podría estabilizar la variación de los precios a costa de causar bruscas oscilaciones en la evolución de la actividad económica a lo largo del ciclo (7).

Sin embargo, el hecho de poder descartar la adopción tanto de un objetivo de promoción directa de la producción contraria a su tendencia de equilibrio a largo plazo, como de un objetivo estricto de inflación, no nos permite la identificación de unos objetivos finales claramente establecidos (Hetzl 1986; Black 1986; Faust 1996). Ahora bien, teniendo en cuenta la interpretación recogida en los textos institucionales de la RF, así como la información aportada por el presidente del *Consejo de Gobernadores* en sus comparecencias parlamen-

tarias (8), podemos reducir el grado de incertidumbre asociado a la jerarquía que rige los distintos objetivos presentes en su mandato legal. En concreto, las preferencias de la RF pueden ser caracterizadas a través de su adopción de un *objetivo de precios flexible* (Svensson 1997) (9), que prescribe la consecución de un único objetivo de control de la inflación a un plazo de tiempo tal que no cause con ello bruscas variaciones de la producción a lo largo del ciclo (a “medio plazo”).

En segundo lugar, en cuanto al modelo de referencia de la RF, sus órganos de gobierno no ofrecen datos suficientes como para determinar cuál es el conjunto de información más relevante utilizado a la hora de tomar sus decisiones. Es más, la RF no publica sus previsiones de inflación y, tan sólo, anuncia anualmente un valor de crecimiento de los agregados monetarios compatible con la estabilidad de precios a medio plazo, pero con un rango de variación tan grande que no sirve realmente para guiar las expectativas sobre la evolución de la política monetaria. Por ello, debe descartarse tanto tal anuncio como la definición de un agregado monetario como objetivo intermedio. Además, si bien el presidente del *Consejo de Gobierno* de la RF comparece regularmente ante el poder legislativo para exponer la evolución general de la política monetaria, la RF no publica, hasta pasados cinco años, las actas de las reuniones donde se recogen los argumentos a favor y en contra de la toma de las medidas monetarias (Bofinger 2001), lo que sí contribuiría a identificar las variables y las pautas explicativas más relevantes presentes en cada decisión monetaria adoptada. De hecho, ante esta ausencia de información dada por la RF, no resulta casual la aplicación recurrente en los últimos años de *funciones de reacción* sencillas, (por ejemplo, la *regla de Taylor* [Taylor 1993 a]), como herramientas teóricas que nos permitan identificar, al menos, los principales determinantes de la política monetaria desarrollada en el pasado, fundamentalmente, las desviaciones esperadas de precios y producción respecto a sus valores objetivo (Clarida, Galí y Gertler 1998, cuadro 1, ecs. 2 y 3).

Por todo ello, la contrastada credibilidad de la política estabilizadora de la inflación de la RF no descansa en la transparencia ni de su marco legal ni, asimismo, de los procedimientos elegidos por sus órganos rectores, sino en la confianza del mercado en el compromiso personal anunciado por sus más altos representantes con el control de la inflación, así como en el pasado exitoso de su política monetaria en los últimos años.

## 2.3. Banco de Inglaterra

### 2.3.1. Mandato legal claro y jerarquizado

Los objetivos del BI son el mantenimiento de la estabilidad de precios y, siempre que ésta se consiga, la colaboración con el gobierno en la consecución de otros objetivos generales, como la promoción del crecimiento y el empleo (10). Con ello, esta ley restringe los objetivos generales que deben guiar las decisiones monetarias del BI, estableciendo clara y formalmente como objetivo prioritario el mantenimiento de la estabilidad de los precios.

Ahora bien, la definición de los objetivos establecida en la ley no resulta operativa para el desarrollo de la política monetaria, ya que queda sin especificar qué es lo que se considera exactamente por estabilidad de precios. El objetivo estará completamente determinado una vez que se defina la variable indicativa de la evolución de los precios, el valor objetivo de esta variable compatible con el mandato legal dado y, finalmente, su plazo de consecución. Ahora bien, la interpretación y cuantificación del objetivo corresponde al gobierno del país, quién habrá de anunciar un valor objetivo cada año en el debate parlamentario de los presupuestos. Por tanto, si bien el gobierno mantiene su poder para definir el objetivo de precios, delega en el BI toda responsabilidad en cuanto a los procedimientos necesarios que hayan de seguirse para su consecución, en concreto, en el llamado *Comité de Política Monetaria* del BI. Por ello, el BI es totalmente dependiente del gobierno en lo referente a la definición del objetivo de la política monetaria (*dependencia de fines*) y, por otro lado, totalmente independiente desde el punto de vista operativo (*independencia operativa*, Blinder *et al.* 2001) (11).

### 2.3.2. Elección de un objetivo directo de inflación

En el uso de su autonomía operativa, el BI viene desarrollando una estrategia monetaria muy transparente, basada en la publicación de gran parte de la información necesaria para poder prever la evolución de la política monetaria en el futuro.

— En primer lugar, el BI publica trimestralmente en sus *Informes de Inflación* sus previsiones internas de evolución de la inflación y la actividad real a corto y medio plazo, condicionadas al mantenimiento del tipo de interés.

CUADRO 1  
SÍNTESIS FORMALIZADA DE LAS DISTINTAS OPCIONES DE ESTRATEGIA MONETARIA

**OBJETIVO FINAL COMÚN: OBJETIVO DE PRECIOS FLEXIBLE**

$$\text{Min (FP)} = \frac{1}{2} \left\{ E \left[ \left( \Pi_{t+i} - \Pi^* \right) \right]^2 + a E \left[ \left( \dot{Y}_{r,t+j} - \dot{Y}_r^* \right) \right]^2 \right\} \quad (1)$$



**OPCIONES DE ESTRATEGIA MONETARIA**

<b>Procedimiento discrecional</b>	Reserva Federal	<i>Función de reacción aproximada:</i> Regla de Taylor $i_{n,t}^{of} = \rho \left( i_{n,t-1}^{of} \right) + (1 - \rho) \left[ i_r^* + \Pi^e + \beta_1 \left( \Pi_{t+i} - \Pi^* \right) \right] + \beta_2 \left( \dot{Y}_{r,t+j} - \dot{Y}_r^* \right)$	(2)
	Banco Central Europeo	<i>Función de reacción aproximada:</i> Regla de Taylor $i_{n,t}^{of} = \rho \left( i_{n,t-1}^{of} \right) + (1 - \rho) \left[ i_r^* + \Pi^e + \beta_1 \left( \Pi_{t+i} - 2 \text{ por } 100 \right) \right] + \beta_2 \left( \dot{Y}_{r,t+j} - \dot{Y}_r^* \right)$	(3)
<b>Procedimiento reglado</b>	Bundesbank	Indicador anticipado de política monetaria $E \left( \dot{M}_{t+i} \right) \downarrow > \dot{M}^* \rightarrow \Delta i; E \left( \dot{M}_{t+i} \right) \downarrow < \dot{M}^* \rightarrow \nabla i$	(4)
	Objetivo monetario intermedio	<i>Función de reacción aproximada</i> $i_{n,t}^{of} = \rho \left( i_{n,t-1}^{of} \right) + (1 - \rho) \left\{ \alpha + \beta \left( \dot{M}_{t+i} - \dot{M}^* \right) \right\}$	(5)
	Banco de Inglaterra	Indicador anticipado de política monetaria $E \left( \Pi_{t+i} \right) \downarrow > 2,5 \text{ por } 100 \rightarrow \Delta i; E \left( \Pi_{t+i} \right) \downarrow < 2,5 \text{ por } 100 \rightarrow \nabla i$	(6)
	Objetivo directo de inflación	<i>Función de reacción aproximada</i> $i_{n,t}^{of} = \rho \left( i_{n,t-1}^{of} \right) + (1 - \rho) \left\{ \alpha + \beta \left( \Pi_{t+i} - 2,5 \text{ por } 100 \right) \right\}$	(7)

**Siendo:**

$i_{n,t}^{of}$	tipo de interés oficial nominal
$M_t, M^*$	agregado monetario amplio y su valor objetivo, respectivamente
$\rho$	parámetro de la inercia en la evolución del tipo de interés
$\beta_1, \beta_2$	coeficientes de reacción ante desviaciones de precios y "output gap"
$E \left[ \left( \Pi_{t+i} - \Pi^* \right) \right]$	desviaciones esperadas de la inflación respecto a su objetivo
$E \left[ \left( \dot{Y}_{r,t+j} - \dot{Y}_r^* \right) \right]$	desviaciones esperadas de la producción respecto a su objetivo

Fuente: Elaboración propia.

— En segundo lugar, publica el modelo de referencia utilizado para el cálculo de estas previsiones (Banco de Inglaterra 1999), lo que permite conocer cuáles son los principales supuestos manejados por la autoridad monetaria a la hora de "procesar" e interpretar la información disponible.

Con estos dos elementos conocidos, la posible discrepancia existente entre las predicciones de inflación publicadas y el objetivo de inflación conocido para cada año constituye un importante indicador adelantado del sesgo de la política monetaria a corto plazo (cuadro 1, ec. 6); lo que favorece la formación de expectativas correctas por parte de los agentes del mercado y, con ello, evita las consecuencias desestabilizadoras derivadas de la toma de medidas monetarias no esperadas. De esta manera, el BI utiliza toda la información conside-

rada como relevante para comunicar directamente al mercado cuáles son sus previsiones de evolución de su variable objetivo final, la inflación. Por ello, no confía en la existencia de una relación estable y operativa entre la evolución de un determinado agregado monetario y la evolución de los precios a corto y medio plazo, por lo que descarta la adopción de un agregado monetario como objetivo intermedio.

Además, en el caso de incumplimiento del objetivo anual de inflación en un rango de más de un punto porcentual, el gobernador habrá de dar explicaciones públicas detalladas donde quede de manifiesto cuáles son las medidas que piensa tomar en el futuro para corregir tal incumplimiento. Por último, el BI publica dos semanas después de cada reunión del *Comité de Política Monetaria* las actas

que recogen un resumen de las opiniones, votos y argumentos presentados por sus miembros.

Con todo ello, el BI ha creado una serie de procedimientos de comunicación de los determinantes de sus medidas monetarias tendente a aumentar el conjunto de información disponible por el mercado y, con ello, la predecibilidad de sus decisiones, lo que redundará positivamente en su propio grado de credibilidad institucional.

### 3. BANCO CENTRAL EUROPEO

#### 3.1. Mandato legal jerarquizado

El *Estatuto* de constitución del BCE especifica su compromiso *prioritario* con el mantenimiento de la estabilidad de precios en el área euro. Sólo en los casos en que este objetivo esté garantizado, el BCE podrá colaborar con el resto de instituciones europeas en la consecución de otros objetivos generales de política económica (12). La especificación de la estabilidad de precios en sus estatutos como objetivo prioritario constituye un mandato legal claramente jerarquizado. Si bien no se especifica en el ámbito constitutivo un valor concreto compatible con la estabilidad de precios, sí se establece su posición predominante como objetivo final prioritario de la política monetaria. En este sentido, son los órganos rectores del BCE los que tienen la competencia de fijar exactamente qué se entiende por estabilidad de precios. Por ello, el grado de independencia del BCE en cuanto a la elección de sus objetivos se sitúa en un lugar intermedio entre la completa independencia de la RF y la total dependencia del BI.

#### 3.2. Anuncio inicial de una estrategia monetaria ambigua e incompleta

Dada la incertidumbre asociada a la creación de un único banco central para, inicialmente, once países con economías diversas entre sí, se eligió una cierta continuidad de los procedimientos que exitosamente había desarrollado el BB hasta 1999 (Angeloni *et al.* 2001). Por ello, teniendo como referencia la estrategia de *objetivo monetario intermedio* del BB, se dio un valor informativo *prioritario*, en relación con el resto de indicadores de coyuntura manejados por el BCE (*segundo pilar*), a la evolución del agregado monetario amplio  $M_3$  (*primer pilar*). Con esta estrategia, se confiaba en el control del crecimiento de la liquidez en torno a un

determinado valor como medio útil para alcanzar, a medio y largo plazo, la estabilidad de precios (objetivo final).

La diferencia fundamental con el BB es que, precisamente por el alto grado de incertidumbre al que se enfrentaba el nuevo banco central, se acordó el anuncio anual de un *valor de referencia* para el crecimiento de  $M_3$ , en lugar de un *valor objetivo*, compatible con la consecución de la estabilidad de precios a medio plazo (Consejo de Gobierno del BCE 1998 b; Issing 2000). En el caso de la estrategia monetaria seguida por el BB hasta 1999, las discrepancias entre la evolución del agregado monetario y su valor objetivo anunciado constituían una señal anticipadora de medidas monetarias tendientes a su corrección (cuadro 1, ec. 4). A diferencia de ello, dado que el BCE rebajó su compromiso con la evolución de  $M_3$  al de un *valor de referencia* de la evolución de la inflación a medio plazo, ya desde el principio no se pudo realmente calificar como una estrategia monetaria reglada en sentido estricto. De este modo, el BCE adoptó una estrategia monetaria similar a la del BB, si bien sin el compromiso expreso de consecución de un objetivo monetario intermedio como medio para guiar el curso de su política monetaria.

Asimismo, la indefinición de su estrategia monetaria tiene efectos sobre la capacidad de influencia del BCE sobre la evolución cíclica de la economía. Si bien el BCE asume en sus explicaciones públicas el cumplimiento de la *hipótesis de la neutralidad de la política monetaria* a largo plazo, ha diseñado una estrategia monetaria tal que le permite contar institucionalmente con cierto margen de influencia sobre la evolución de la actividad a corto plazo; margen que estará restringido y limitado por la capacidad de reacción de los agentes, más tarde o más temprano, ante su hipotética utilización para el desarrollo de una política monetaria no creíble (ineficaz e inconsistente, Kydland y Prescott 1977). Este margen de influencia se genera por la unión de dos tipos de factores:

— Por un lado, en la línea del trabajo de Clarida, Galí y Gertler (1999), por la existencia de precios con un cierto grado de rigidez a corto plazo, que impide su rápido ajuste a los cambios de las condiciones monetarias.

— Y, por otro lado, el anuncio de una estrategia monetaria incompleta y, en ocasiones, ambigua, aumenta las diferencias entre el conjunto de información manejado por el banco central y el del resto

de los agentes (creando un "information gap", Castañeda 2003); lo que dificulta la capacidad de anticipación y adaptación del mercado a las medidas de política monetaria. Este desfase informativo tiende a retrasar el ajuste del mercado a las decisiones del BCE y, con ello, permite un margen de maniobra para la influencia de la política monetaria sobre variables reales, si bien a muy corto plazo.

La elección de la estrategia monetaria del banco central incide sustancialmente sobre la magnitud de este segundo factor; es decir, sobre el mayor o menor grado en que comunica su análisis de la información disponible al mercado como medio para transmitir sus objetivos y el curso previsible de su política monetaria.

### 3.3. Reforma de la estrategia monetaria: ¿hacia un objetivo directo de inflación?

En mayo de 2003, el BCE acometió una verdadera reforma (13) de la estrategia monetaria definida en 1998 que lo aleja aún más del esquema monetario "heredado" del BB. En concreto, ante la imposibilidad de explicar la desviación persistente de  $M_3$  de su *valor de referencia*, el BCE subrayó la existencia de una relación "a más largo plazo" entre la evolución de la inflación y la de los agregados monetarios, por lo que recomendó el "análisis conjunto" de la información de los *dos pilares*, así como dejar de anunciar un *valor de referencia* de  $M_3$  anualmente. En este sentido, si bien a largo plazo se mantendría la correlación entre un indicador del crecimiento de la liquidez y el crecimiento de los precios, para el horizonte operativo en que se diseña la estrategia monetaria del BCE (alrededor de dos-tres años; Fagan *et al.* 2000), ese largo plazo pasa a ser demasiado lejano como para servir de guía operativa de su política monetaria.

Con ello, el BCE cerró la inconsistencia registrada recurrentemente desde el año 2001 entre la información aportada por el *primer pilar* monetario y el desarrollo y explicación pública de su política monetaria, eliminando así el valor prioritario originalmente asignado a la evolución de  $M_3$ . Es más, con esta reforma, el BCE anuncia una estrategia basada en la ponderación conjunta de la información de los agregados monetarios con el resto de indicadores de coyuntura. Ello es equivalente a afirmar que, a la hora de tomar sus decisiones, el BCE estaría considerando todo el conjunto de información relevante que le permita prever correctamente posibles desviaciones de la inflación respecto de

su valor objetivo en el medio plazo (14). Todo ello, unido al hecho de que el BCE viene publicando semestralmente, desde diciembre de 2000, previsiones de evolución de la inflación y la producción a corto plazo, parece acercar por la vía de los hechos al BCE a la estrategia seguida por el BI. Ahora bien, a diferencia de éste, el BCE no publica el modelo macroeconómico de referencia utilizado para la obtención de sus predicciones y, asimismo, éstas no son "vinculantes" para el *Consejo de Gobierno*, sino, tan sólo, una síntesis informativa de los indicadores de coyuntura. Por último, el BCE tampoco publica las actas con los argumentos mantenidos por los miembros del *Consejo* en la discusión de las medidas monetarias, sino únicamente un comunicado que recoge el resultado final de la votación, sin indicar su autoría.

La continuidad de una estrategia monetaria que limita la información dada al mercado descansa sobre la presunción de que, en el caso de un banco central de nueva creación, en un área monetaria especialmente desconocida, las autoridades monetarias deben preservar cierto grado de discrecionalidad y flexibilidad para evitar posibles pérdidas de credibilidad de la institución en sus primeros años de funcionamiento (Issing 2000). De acuerdo con este argumento, la hipotética adopción de un *objetivo directo de inflación* podría conducir a la publicación de previsiones erróneas de inflación que sean entendidas por el mercado, o bien, como un medio deliberado para el desarrollo de medidas discrecionales "por sorpresa", o bien, como una manifestación del grado de desconocimiento de las autoridades monetarias del funcionamiento de la economía del área euro. Ante esta situación caben dos alternativas posibles: por un lado, la adopción definitiva de una estrategia discrecional semejante a la de la RF y, por otro, la profundización de la tendencia iniciada con la reforma de 2003, consistente en dotar de una mayor transparencia y claridad a su proceso de decisión.

Si bien la RF puede fundamentar su alto grado de credibilidad en la consecución de un pasado reciente exitoso en la lucha contra la inflación, el BCE no cuenta aún con ese pasado de credibilidad acumulada. Es más, especialmente en el caso de un banco central de nueva creación que opera en un área formada actualmente por doce realidades político-económicas muy diversas entre sí, la propia credibilidad de la institución puede aumentar con el desarrollo de una estrategia monetaria que permita su seguimiento y control por parte de los agentes. En este sentido, el mantenimiento de

dicho grado de discrecionalidad a corto plazo otorga flexibilidad al gestor de la política monetaria, si bien a costa de mantener expuesta a la institución monetaria a presiones que puedan poner en duda su objetivo de mantenimiento de la estabilidad de precios en el futuro.

En lugar de ello, la adopción de una estrategia monetaria reglada, consistente en el anuncio de un *objetivo directo de inflación*, permitiría el desarrollo de medidas monetarias *consistentes y racionales*, en el sentido dado por la teoría de la *inconsistencia temporal* (Kydland y Prescott 1977) y la *hipótesis de expectativas racionales* (Lucas 1976), respectivamente; y, por tanto, creíbles por parte del mercado. En este contexto de intensificación de la información dada al mercado, los posibles errores que pueda cometer el BCE, si van seguidos de una explicación detallada, no serán entendidos como el resultado de la toma de medidas "interesadas" en la consecución de un objetivo final no declarado, sino de su conocimiento parcial y retrasado de los mecanismos de transmisión de las medidas monetarias sobre los mercados de bienes y servicios (15).

#### 4. CONCLUSIONES

Con la reforma introducida en mayo de 2003, el BCE ha reducido considerablemente algunos de los elementos de su estrategia monetaria original que resultaban inconsistentes con su práctica y comunicación cotidianas. Si bien ello ha contribuido a eliminar cierto grado de confusión en torno a la explicación de sus decisiones de política monetaria, aún no ha optado por seguir una estrategia monetaria que aumente verdaderamente la transparencia de su proceso de toma de decisiones.

Tras cinco años de desarrollo de la política monetaria común en el área euro, el BCE ha ido incorporando en sus mecanismos de decisión, a través de su propio proceso de aprendizaje, nuevos elementos que le acercan a los desarrollados por el BI, como son, por un lado, la publicación de las predicciones de inflación y producción y, por otro, el reconocimiento de la pérdida de la capacidad predictiva del agregado monetario  $M_3$  respecto de la evolución de los precios a un plazo temporal operativo. Con ello, el BCE está en disposición de asumir públicamente una regla de *objetivo directo de inflación* que permitiría disipar las posibles dudas sobre la fortaleza de su compromiso con el objetivo de estabilidad de precios en el futuro. La adop-

ción de esta regla monetaria, lejos de exponerle a posibles errores que conduzcan a pérdidas de credibilidad, le situaría en una nueva dinámica de comunicación de sus procedimientos al mercado mutuamente beneficiosa: por un lado, los agentes del mercado tendrían en el compromiso anunciado por el BCE una referencia aún más firme y creíble en la que situar sus expectativas de inflación y, por otro, el BCE tendría un procedimiento de decisión transparente que le permitiría explicar pública y detalladamente los hipotéticos errores cometidos de acuerdo con un esquema de decisión anunciado con anterioridad.

De este modo, el BCE conseguiría tanto los beneficios derivados de la adopción de una regla monetaria transparente, en términos de ganancias de credibilidad e independencia, como, la flexibilidad necesaria para poder responder ante una evolución de la coyuntura no prevista. Por ello, la regla monetaria propuesta no implica mayor rigidez o ausencia de capacidad de respuesta del BCE ante cambios de la coyuntura, sino su capacidad para actuar, si bien de acuerdo con unas pautas de decisión y un objetivo final conocidos.

Finalmente, con la adopción de esta regla, el BCE se expondría definitivamente a la dinámica de control habitual del mercado de las decisiones de una institución oferente de servicios financieros, entre los que destaca, su provisión del patrón monetario para el área euro. Asimismo, atendiendo tanto a criterios de mercado como de índole política, los usuarios de sus servicios monetarios tendrían más elementos de análisis, control y evaluación externos de sus decisiones, lo que redundaría en ganancias de credibilidad del BCE y en su propia legitimación real como institución independiente, en última instancia, emanada de los poderes públicos de la UE.

#### NOTAS

(\*) Quiero agradecer la ayuda que me ha prestado el profesor Pedro SCHWARTZ como director de la tesis doctoral de la que surgen buena parte de los argumentos presentados en este trabajo. Sin su colaboración y su cercanía personal no habría podido completar dicha tesis doctoral. Por último, cualquier error o incorrección del texto es atribuible únicamente al autor.

(\*\*) UNED.

(1) Entendemos por *regla monetaria* la estrategia de un banco central que establece públicamente, de manera clara y por anticipado, su compromiso de consecución de un objetivo final de acuerdo con unos procedimientos de decisión para un plazo de tiempo determinado. Esta definición es compatible con las aportadas por la mayor parte de la literatura de referencia en esta cuestión: FRIEDMAN (1959 y 1968); KYDLAND y PRESCOTT (1977); BARRO y GORDON (1983), TAYLOR (1993a, b) y SVENSSON (1999).

(2) Los objetivos de la política monetaria se establecen en la "Federal Reserve Act" de 1913: "*The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices and moderate long-term interest rates*" (Secc. 2A). Posteriormente, las leyes de 1946 ("Employment Act") y 1978 ("Full Employment and Balanced Growth Act") consolidaron estos objetivos generales, si bien rescribiéndolos en la forma de unos objetivos de pleno empleo, estabilidad de precios y crecimiento económico.

(3) Es tal el grado de ambigüedad del texto legal que la RF, en cada momento histórico, ha podido elegir como objetivo una u otra variable en función de la mayor ponderación política y académica dada a cada uno de ellos (MAYER 1998).

(4) En sentido estricto, la *discrecionalidad* no debe identificarse con la toma de decisiones sin un patrón de comportamiento, sino no restringidas por un compromiso público anunciado con antelación.

(5) Véase Reserva Federal (1994), pág. 2. Asimismo, la RF defiende el mantenimiento de un mandato que incluya una diversidad de objetivos apelando a la necesidad de dotar de un cierto margen de maniobra al responsable de la política monetaria, para evitar la excesiva atención a un único objetivo que pudiera afectar negativamente al resto.

(6) Siguiendo la explicación dada por FRIEDMAN (1968), la capacidad productiva de la economía determinaría la producción potencial de la misma, a la que se asociaría un nivel de desempleo *natural*, por definición, no generador de presiones inflacionistas a medio y largo plazo.

(7) En términos de SVENSSON (1997), la RF no persigue un objetivo estricto de control de la inflación; dado que sí incluye entre sus objetivos la evolución estable de la producción en torno a su tasa de equilibrio (no inflacionista) a largo plazo (cuadro 1, ec. 1).

(8) "*Por encima de cualquier otra cosa, la experiencia de los últimos años refuerza la evidencia ya conocida que sitúa a la estabilidad de precios como la condición necesaria para un crecimiento económico sostenible. (...) Si la información disponible sugiriera un aumento previsible de los precios, la RF tendría que actuar con firmeza para evitar desequilibrios que requerirían un ajuste económico aún peor en el futuro*" GREENSPAN (1999).

(9) Este esquema de objetivos es caracterizado por SVENSSON (1997) a través de una *función de pérdida* (FP) por la que la RF desarrollaría una política monetaria tendente a minimizar las desviaciones esperadas de la inflación respecto a su objetivo en un plazo de tiempo tal que se consiga igualmente minimizar las desviaciones de la producción respecto a su tasa de variación de equilibrio a largo plazo (cuadro 1, ec. 1).

(10) Los objetivos finales de la política monetaria del BI están recogidos en la ley de 1998 ("Bank of England Act"), ley que reformula en profundidad el conjunto de funciones tradicionalmente desempeñadas por el BI: "*In relation to monetary policy, the objectives of the Bank of England shall be: (a) to maintain prices stability, and (b) subject to that, to support the economic policy of Her Majesty's Government, including its objectives for growth and employment*" (Art. 11).

(11) Dada la mayor información dada por el BI, podemos identificar su *función de pérdida* con mayor precisión, propia igualmente de la consecución de un *objetivo de precios flexible*. Ahora conocemos tanto el valor objetivo de inflación (2,5 por 100), como la variable de medición de la inflación ("Retail Price Index"), como su plazo de consecución (cuadro 1, ec. 1).

(12) "*De acuerdo con el Art. 105 (1) de este Tratado, el objetivo prioritario del SEBC es el mantenimiento de la estabilidad de precios. Sin perjuicio de lo cual, apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad (...)*". Estatutos del SEBC (Art. 2). Tratado de Maastrich (1992).

(13) Si bien el BCE califica los comentarios sobre su estrategia monetaria como una "aclaración y profundización" de su estrategia de *dos pilares*, el menor peso dado al que era formalmente su indicador *prioritario* de la evolución de la inflación a medio plazo constituye, o bien una verdadera reforma de sus procedimientos de decisión, o bien, el reconocimiento público del seguimiento real de una estrategia distinta a la inicial.

(14) Este objetivo consiste en una tasa de variación interanual del *Índice Armonizado de Precios de Consumo* inferior al 2 por 100 a medio plazo. Más concretamente, en mayo de 2003 se definió el valor objetivo como una tasa de inflación "inferior, aunque próxima al 2 por 100", BCE (2003).

(15) Con esta propuesta reglada, el BCE cedería el citado margen de influencia en la evolución de la economía a corto plazo, que le proporciona la elección de una estrategia no reglada, en favor de ganar mayor credibilidad y consistencia para su política monetaria a largo plazo.

## BIBLIOGRAFÍA

- ANGELONI, I.; GASPAS, V.; ISSING, O. y TRISTANI, O. (2001): *Monetary Policy in the Euro Area: Strategy and Decision-Making at the European Central Bank*, Ed. Cambridge University Press, Cambridge.
- BANCO DE INGLATERRA (1999): "Economic Models at the Bank of England", Ed. Bank of England (Edición revisada de septiembre de 2000).
- BARRO, R. J. y Gordon, D. B. (1983): "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*, vol. 91. núm. 4, July, págs. 589-610.
- BCE (2003): "Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria", *Boletín Mensual del BCE*, junio, págs. 83-97.
- BLACK R. P. (1986): "A Proposal to Clarify the Fed's Mandate", *Cato Journal*, vol. 5, núm. 3, winter, págs. 787-795.
- BLINDER, A. S.; GOODHART, C.; HILDEBRAND, P.; LIPTON, D. y WYPLOSZ, C. (2001): *How Do Central Banks Talk?*, Ed. International Centre for Monetary and Banking Studies, CEPR, Geneva Reports on the World Economy, núm. 3, Information Press, Oxford.
- BUITER, W. (1999): "Alice in Euroland", *Journal of Common Market Studies*, vol. 37, núm. 2, June, págs. 181-209.
- BOFINGER, P. (2001): *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies and Instruments*, Ed. Oxford University Press, Oxford, Nueva York.
- CASTAÑEDA, J. (2003): *Propuesta de una regla monetaria para el BCE. De la estabilidad de precios a la estabilidad monetaria*, Tesis Doctoral (Dir. P. Schwartz), junio, UAM.
- CLARIDA, R.; GALÍ, J. y GERTLER, M. (1998): "Monetary Policy Rules in Practice. Some International Evidence", *European Economic Review*, 42, págs. 1033-1067.
- CLARIDA, R.; GALÍ, J. y GERTLER, M. (1999): "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature*, vol. XXXVII, December, págs. 1661-1707.
- CONSEJO DE GOBIERNO DEL BCE (1998 a): "A Stability-Oriented Monetary Policy Strategy for the ESCB", <http://www.ecb.int>.

- CONSEJO DE GOBIERNO DEL BCE (1998 b): "The Quantitative Reference Value for Monetary Growth", <http://www.ecb.int>.
- FAGAN, G.; HENRY, J. y MESTRE, R. (2001): "An Euro-Wide Model (AWM) for the Euro Area", *Working Paper Series*, núm. 42, Banco Central Europeo, January.
- FAUST, J. (1996): "Whom Can We Trust to Run the Fed? Theoretical Support for the Founders' View", *Journal of Monetary Economics*, vol. 37, págs. 267-283.
- FRIEDMAN, M. (1959): *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, Nueva York.
- FRIEDMAN, M. (1968): "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, vol. 58, núm. 1, march, págs. 1-17.
- GREENSPAN, A. (1999): "The Federal Reserve's Semiannual Report on Monetary Policy", July, <http://www.federalreserve.gov/board-docs>.
- Hetzl, R. L. (1986): "A Congressional Mandate for Monetary Policy", *Cato Journal*, vol. 5, núm. 3, winter, págs. 797-820.
- ISSING, O. (2000): "Communication Challenges of the ECB", trabajo presentado en *The ECB and its Watchers II*, CFS Research Conference, Frankfurt, 26 de junio de 2000.
- KYDLAND, F. E. y PRESCOTT, E. C. (1977): "Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, vol. 85, núm. 3, June, págs. 473-491.
- LUCAS, R. E. (1976): "Econometric Policy Evaluation: A Critique", *Theory, Policy, Institutions: Papers from the Carnegie-Rochester Conferences on Public Policy*, Ed. BRUNNER, K. y MELTZER, A. H. (1983), Elsevier Science (North-Holland), Amsterdam, págs. 257-284.
- MAYER, T. (1998): *Monetary Policy and the Great Inflation in the United States. The Federal Reserve and the Failure of Macroeconomic Policy, 1965-1979*, Ed. Edgar Elgar, Chentelham (Reimpresión de 2000).
- RESERVA FEDERAL (1994): "The Federal Reserve System. Purposes and Functions", Ed. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- SVENSSON, L. E. O. (1997): "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review*, núm. 41, págs. 1111-1146.
- SVENSSON, L. E. O. (1999): "Monetary Policy Issues for the Eurosystem", *International Macroeconomics*, CEPR, núm. 2197, August.
- TAYLOR, J. B. (1993 a): *Macroeconomic Policy in a World Economy. From Econometric Design to Practical Operation*, Ed. Norton & Company, NY, Londres.
- TAYLOR, J. B. (1993 b): "Discretion Versus Policy Rules in Practice" *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, núm. 39, Ed. North-Holland, Amsterdam, páginas 195-214.
- TAYLOR, J. B. (1999): "A Historical Analysis of Monetary Policy Rules", *Monetary Policy Rules*, Ed. J. B. Taylor, NBER, Chicago, págs. 319-347.