

El actual régimen monetario de la Unión Monetaria Europea

Joaquín López Pascual
Joaquín Zamorano Valiña*

1. Introducción

Una de las pocas cosas aprovechables de las actuales dificultades por la que está atravesando la Unión Monetaria (UM) es la posibilidad que ofrece de calibrar el grado de compromiso existente entre los países miembros, así como analizar el funcionamiento de los procesos de ajuste disponibles.

Como se sabe, estas dificultades se concentran en determinados países (Grecia, Irlanda y Portugal, y en menor medida Italia y España) y no son muy diferentes de las que siempre han aparecido después de periodos de fuertes expansiones crediticias (o excesivo apalancamiento): una gran explosión de deuda pública una vez que aparecen las dudas respecto a que la deuda privada pueda no ser servida y, consecuentemente, una mayor preocupación de los mercados respecto a los desequilibrios macroeconómicos generados durante todos estos años.

En estas circunstancias, parece que la cuestión más importante es la búsqueda de soluciones que supongan la continuidad de estos países en la UM. Sin embargo, es necesario, además, revisar profundamente el régimen monetario vigente hasta ahora y adoptar en consecuencia nuevos mecanismos de ajuste de los desequilibrios intrazona que eviten que estos países vuelvan a estar en situaciones parecidas dentro de unos años y, por consiguiente, con una UM inestable. Es decir, es necesario el establecimiento de unas nuevas bases en el funcionamiento de las UM. Si no es así, si se mantienen las mismas políticas y pa-

recidas actitudes, es muy probable que los países actualmente con dificultades no puedan mantener una unión monetaria con Alemania.

Además, el nuevo mecanismo de ajuste que se adopte tendrá una influencia no solo en la resolución de los conflictos internos de la UM, sino en la forma en la que la propia UM contribuya a la resolución de desequilibrios macroeconómicos mundiales: no será igual que la salida a la actual crisis suponga una UM con superávit exterior, a que salga con un déficit. En el primer caso, la UM estará exportando un exceso de capacidad, lo que dificultará, obviamente, el ajuste global y si sale con un déficit, la UM estará exportando la demanda que el mundo necesita. Esta consideración es clave en un entorno en el que todos los países ven la solución a su escaso crecimiento económico mediante el aumento de las exportaciones. Pero, ¿qué país o zona comprará esas supuestas exportaciones?

Sin embargo, las medidas propuestas hasta ahora no apuntan en esta dirección. Es lógico que los esfuerzos tengan una vocación de corto plazo, pues se trata de evitar el *default* de algunos de los países en dificultades y, por ende, que la UM deje de funcionar. En este sentido, se justifica la búsqueda de compromisos para que estos países reduzcan sus niveles de deuda y déficit presupuestario respecto al PIB al 3 por 100 contemplado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) en los próximos tres años. Asimismo, se está valorando de manera más o menos informal, la posibilidad de dotar a la UM de un Fondo Monetario Europeo, que haga las veces que hace el Tesoro en otros países, ante la dificultad que introduce en la UM el que las políticas presupuestarias continúen en manos de las autoridades nacionales de los respectivos países miembros. Y, en fin, parece que se va a aceptar la

* CUNEF.

ayuda proveniente del Fondo Monetario Internacional (FMI). Con ser necesarias estas medidas, no son suficientes. En el mejor de los casos, no harán sino diferir la crisis durante un tiempo, que si bien puede no ser poco, es claramente insuficiente para lograr una UM plena y estable.

En esta línea, el trabajo muestra las características principales del régimen monetario hasta ahora vigente, para después analizar la forma en que tales características han contribuido a la aparición y desarrollo de los desequilibrios que se dan entre los países miembros.

2. El régimen monetario de la UM: consideraciones generales

Una parte importante del funcionamiento de una economía está condicionada por el régimen monetario existente, y aunque su elección resulta neutral a largo plazo, en el sentido de que no afecta a los valores de equilibrio de las variables reales, es de capital importancia a corto plazo, pues los mecanismos de ajuste de las economías están determinados en buena medida por las características que incorporan los diferentes regímenes monetarios.

Respecto al actual régimen monetario de la UM, el BCE ha sido categórico al enfatizar que no es exactamente uno de metas de inflación. En su lugar, el Banco Central Europeo (BCE) prefiere moverse en la estabilidad de precios definida como un aumento anual del índice armonizado de precios al consumo (IAPC) para la zona euro por debajo del 2 por 100 a medio plazo, definición que más adelante matizó, en el sentido de situar el objetivo “por debajo, pero cercano al 2 por 100”, asimismo a medio plazo. En cualquier caso, esta definición supone que el BCE ofrece el anclaje de las expectativas inflacionistas del público mediante el anuncio de un objetivo numérico y el reconocimiento que ese es el objetivo prioritario.

Además, el régimen monetario refleja los principios que presidieron la creación de la UM, cuyo diseño se basó en la convicción de que la mejor forma de alcanzar la estabilidad macroeconómica y financiera es a través de lograr la estabilidad de precios *cum* mercados liberalizados. Esta idea motriz se ha venido aplicando a una infraestructura presupuestaria todavía referenciada en el ámbito nacional, lo que ha determinado una situación recogida en la ya conocida frase de “una única política monetaria y muchas políticas presupuestarias”, señalando la existencia de una única autoridad monetaria supranacional pero sin un presupuesto federal común. En otras palabras, los 16 países que han adoptado el euro, de los 27 que componen la UE, han cedido su soberanía monetaria, pero no la fiscal.

Como resultado, la UM presenta un peculiar régimen monetario cuyas principales características son:

- Un Banco Central (BC) con una elevada independencia, y con la estabilidad de precios como principal objetivo, aunque muchas veces parezca que sea el único.
- El convencimiento de que la estabilidad de precios garantiza de forma automática la estabilidad y el crecimiento de la economía
- La creencia en la eficiencia de los mercados, lo que supondría una reducción de los riesgos sistémicos, al ampliar los riesgos a un grupo mayor de personas, y reduciría las funciones de supervisión y regulación.
- La seguridad de que lo único que se necesita para continuar la integración de la UM es mejorar la flexibilidad de precios y salarios, y seguir lo más cerca posible las prescripciones del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento (PEC)
- Y, consecuentemente, la ausencia de responsabilidad del BCE en la génesis y propagación de los ciclos económicos dentro de la zona del euro.
- No tener en cuenta que, como resultado de la desregulación e innovación financiera, los balances de los bancos mostraron un elevado grado de exposición a la aparición de burbujas y su posterior pinchazo, lo que debilitaba la estabilidad del sistema bancario. Mientras los balances de los bancos aumentaban, el BCE y otros BBCC, decidieron permanecer al margen por cuanto los precios se mantenían bajo control, olvidando que sus responsabilidades son mayores que las de mantener la estabilidad de precios.
- Por último, la decisión de cesar la expansión de su balance el pasado mes de febrero, conforme su sensación de que la crisis financiera estaba remitiendo, lo que provocó que los bancos de los países en dificultades iniciaran una monetización encubierta —con compras de deuda pública de su propio gobierno, remitirla al BCE y utilizar las reservas así conseguidas para volver a comprar deuda pública—, las protestas de Alemania por esta práctica y que los mercados comenzaron a dudar de la solvencia de alguno de estos países, como Grecia.

Este régimen monetario ha propiciado, además, la vacilación, la ambigüedad y el recelo entre, por una parte, los gobiernos de los países miembros y las autoridades de

la Unión Europea y, por otro, entre estos organismos con el BCE. Como consecuencia,

- Se ha reducido el margen de maniobra de las políticas correspondientes de los países miembros y, por tanto, los mercados se antojan como los mecanismos de ajuste principales.
- Irónicamente, lejos de ser eliminadas las políticas de empobrecimiento del vecino, objetivo fundacional de la UM, continúan estando vigentes. Naturalmente, ha cambiado la forma de ganar competitividad exterior: en lugar de hacerse a través de devaluaciones de los correspondientes tipos de cambio, ahora se realiza por medio de reducciones salariales, como forma desesperada de intentar aumentar las exportaciones de cada uno de los países miembros. Actitud que no puede alcanzarse como UM en su conjunto y que no hace sino amplificar las consecuencias de la actual crisis financiera,
- Por último, este régimen monetario ha sido incapaz siquiera de modificar el ciclo económico de Alemania, que durante todos estos años se ha caracterizado por cortos periodos de bonanza, alternados por otros más largos de escasa actividad económica y una asombrosa dependencia de las exportaciones, después de que la economía de referencia en el establecimiento de los tipos de interés haya sido la economía alemana.
- Lleva a que el ajuste se asuma por cada uno de los países, sin ayuda de la UM e induciendo la adopción de medidas que, como la reducción de las posiciones fiscales deficitarias, pueden llevar, por la forma que se están considerando, a una mayor inestabilidad financiera del sector privado, a corto plazo, a menos que sean capaces de generar un incremento compensatorio en el saldo de cuenta corriente.
- Como resumen, el régimen monetario de la UM ha contribuido al escaso avance de la integración de sus países miembros y ha amplificado algunas de sus consecuencias.

A continuación se desarrollan algunos de estos puntos.

3. Algunas implicaciones del actual régimen monetario de la UM

Las influencias del vigente régimen monetario abarcan desde el *mix* adoptado por las políticas económicas, a la

política cambiaria, tanto con las monedas fuera de la zona como en la determinación de la competitividad de los países miembros, la propia senda temporal de adopción de las reformas estructurales y, en fin, en la propia estrategia de estabilidad de precios adoptada por el BCE. Todo ello se resume en que las reglas de la zona euro se han diseñado para reducir el margen de maniobra de las políticas de los países miembros y, por tanto, forzar a los mercados a actuar como el mecanismo de ajuste esencial.

Sobre los desequilibrios macroeconómicos

La política macroeconómica instrumentada por los países miembros de la UM ha estado siempre referenciada a la llevada a cabo por Alemania desde mediados del siglo pasado; es decir, una política macroeconómica encaminada a limitar la demanda interna a través de medidas de austeridad y apostar porque las exportaciones sean las que logren el dinamismo económico¹. El problema de esta estrategia es que no funciona cuando todos los países han decidido seguirla. Y, a pesar de ello, se ha mantenido durante todos estos años, a pesar de los desequilibrios que tal adopción estaba generando. El ciclo económico de Alemania se ha caracterizado durante todos estos años por cortos periodos de bonanza, alternados por otros más largos de escasa actividad económica y una asombrosa dependencia de las exportaciones. Como consecuencia, el BCE se vio obligado a establecer en la UM unos tipos de interés más reducidos de los justificados y, además, tal escaso crecimiento alemán suponía, *de facto*, una restricción al crecimiento de las exportaciones de los otros países miembros a Alemania. Con tipos de interés reducidos y limitado el crecimiento de las exportaciones al destino natural de los productos de los restantes países miembros, estos no tenían muchas más opciones que basar su crecimiento en la demanda interna y, por tanto, asumir un recorrido mucho más corto para un crecimiento económico sin la aparición de tensiones inflacionistas, registrar pérdidas de competitividad y, en fin, la gestación de desequilibrios intra-zona que creaban retos que no son fácilmente solucionables en una UM. Este alto nivel de demanda interna de los países periféricos fue muy bien recibido por los países del centro, como Alemania, ante la escasa utilización de su capacidad productiva

Todo esto supuso que estos países, que ya presentaban una elevada inflación en el sector de bienes comerciables, operasen tipos de interés reales reducidos. Como consecuencia apareció el temible binomio para países miembros de una unión monetaria: déficit exterior e infla-

¹ J. Bibow, "Will Germany Really Stop Undermining European Integration?" 2009

ción relativa, mientras Alemania presentaba en el año del inicio de la crisis financiera un superávit por cuenta corriente del 6 por 100 del PIB. Además, cabe señalar a este respecto, un hecho que pasa en muchas ocasiones desapercibido: desde el mes de octubre de 2008, hasta finales de 2009, la libra esterlina y el dólar estadounidense se han depreciado frente al euro un 30 por 100 y un 20 por 100, respectivamente. O lo que es igual, el euro está muy apreciado. ¿Razón? Lo señalaba P. de Grauwe: la ortodoxia monetaria seguida por el BCE, evitando las excesivas inyecciones de liquidez que los otros dos países han venido realizando en la confianza de una rápida recuperación económica de la zona euro. Recuperación que, como se está manifestando, ni es ni evidente, ni rápida.

Obviamente, no tiene sentido exigir que Alemania aumente los salarios o reduzca las exportaciones, pero sí que se preocupe por su demanda interna, en el sentido de ser consciente de que su expansión supone para los países con dificultades una posibilidad de mejorar su saldo por cuenta corriente sin tener que registrar reducciones salariales acaso inaceptables. Puesto en términos crudos, se estaría intercambiando exportaciones por reducciones salariales. Los indicios no dejan de ser alarmantes: las autoridades alemanas consideran que las decisiones de consumo son decisiones privadas en las que el gobierno no tiene nada que hacer y continuarán con su austeridad presupuestaria, lo que supondrá que el *gap* fiscal con los países con dificultades, lejos de reducirse, se ampliará. Sobre estas cuestiones se volverá en el epígrafe 4.

Sobre la combinación de política monetaria y fiscal

Este patrón de crecimiento se ha llevado a cabo en un régimen monetario que se diseñó asegurando, en primer lugar, la separación entre las esferas monetarias y fiscales a través de cláusulas herméticas de seguridad. Con este fin, prohibieron al BCE y a los respectivos bancos nacionales (BBNN) que monetizaran la deuda pública a través de compras directas de pasivos públicos. Además, para una mayor protección se establecieron restricciones sobre la financiación de ese déficit público. En particular, aquellos déficit por encima del 3 por 100 se consideraron "excesivos" y los países miembros que lo incumpliesen se enfrentarían a sanciones contempladas bajo el Procedimiento de Déficit excesivos (PDE), a menos que alegasen circunstancias especiales. Más adelante, estos principios de virtud fiscal se reflejaron en el llamado Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), el cual requiere a los países miembros alcanzar un presupuesto "equilibrado o con superávit" a lo largo del ciclo. Por último, para proteger a cada país del fracaso fiscal de otros miembros se incluyó una cláusula de

"no bail out", por la cual se remitía al ámbito nacional las cuestiones de solvencia que puedan aparecer dentro de la UM.

Todo este esfuerzo para conseguir la estabilidad del euro y pretejerlo de las interferencias política, incluyendo las presiones fiscales, tuvo una consecuencia evidente: la emergencia de un banco central, el BCE que no hace frente a disciplina efectiva alguna. No es responsable ante autoridad nacional o supranacional y no deja de ser algo irónico que, como consecuencia de la desconfianza en responsables legítimamente elegidos (políticos), se confíe en responsables no elegidos (BCE) (Paradoja de Maastricht) En consecuencia, el BCE es probablemente el BC que se enfrenta a menos restricciones a su deseable independencia y sin responsabilidades frente a terceros.

Como consecuencia, la UM presenta un diseño de las políticas económicas caracterizado por la dominancia de la política monetaria. De hecho, no solo es la ausencia de una "Oficina Federal del Tesoro", o algo parecido, lo que debilita la posición de la política fiscal, sino que, además, no existe siquiera una coordinación entre las diferentes políticas fiscales nacionales, más allá de la ya reseñada restricción asimétrica incluida en el PEC y del seguimiento multilateral realizado bajo la tutela de la Comisión Europea (CE) y el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la UE (ECOFIN).

De hecho, la posición fiscal de la zona euro no está determinada de forma deliberada con la finalidad de estabilizar la demanda interna de la totalidad de la UM. Por el contrario, en las actuales condiciones la posición fiscal es, básicamente, el resultado aleatorio de los diferentes planes presupuestarios nacionales.

Esta restricción asimétrica que, en forma de un límite al déficit se impone a las políticas fiscales, supone comprometer también al único instrumento que los países miembros disponen para hacer frente a la aparición de los llamados *shocks* asimétricos o propios de cada país. Este papel de las políticas fiscales también lleva implícito que es la política monetaria la que debe hacer frente a los *shocks* comunes o simétricos. En definitiva, la combinación de políticas macroeconómicas se deja en manos del BCE, sin que exista un mecanismo propio de estabilización de la demanda interna y del empleo, a menos que sea el propio BCE el que decida hacerlo.

Sobre la política cambiaria extrazona

Este peculiar régimen monetario y el *mix* de políticas económicas que implica tiene una incidencia directa sobre

la política cambiaria, como no podía ser de otra forma. De nuevo, la ambigüedad en la responsabilidad de dicha política está determinando la evolución del euro frente al resto de monedas y, acaso más grave, entre los “tipos de cambio intra-zona”. El vacío, en lo que a responsabilidad legal se refiere entre el llamado Eurogrupo y el BCE, supone:

- una amenaza seria a una de las razones fundacionales del euro, a saber, la de la protección frente a acontecimientos económicos externos a la zona
- una dificultad adicional al papel de Europa en la coordinación mundial de políticas económicas
- una debilidad para los países aspirantes al euro a través del SME2.

Sobre la competitividad exterior y política salarial

Con respecto a los países miembros de la UM, está claro que la llegada del euro ha supuesto la desaparición de los tipos de cambio nominal, pero, desgraciadamente, no la eliminación de las políticas de empobrecimiento del vecino, una de las razones fundacionales de la UM. En efecto, las posiciones de competitividad exterior (o tipos de cambio real) pueden registrar todavía cambios, cuando los salarios y/o la productividad tienden a divergir dentro de la UM. Al igual que las políticas fiscales y sociales, la política salarial en la zona euro también permanece en el ámbito nacional, ya que se establecen por interlocutores nacionales. En otras palabras, la evolución de los salarios nacionales, al determinar los costes laborales unitarios, es el equivalente a los tipos de cambio intra-zona. La lucha por las exportaciones está determinando recortes salariales como única forma de ganar competitividad. Pero de nuevo cabe recordar que es imposible que toda la zona del euro recorte salarios para aumentar los ingresos procedentes de las exportaciones, sobre todo para aquellos países en que la mayor parte de su comercio se desarrolla en los confines europeos y teniendo en cuenta que la economía China continúa con su patrón de crecimiento vía exportaciones.

De nuevo, llama la atención la ausencia de coordinación en una materia que se definió “ como de interés común” al inicio del proceso de integración europea.

Sobre la adopción de reformas estructurales

La continúa apelación a la adopción de reformas estructurales se basa en dos motivos básicos:

En primer lugar, porque de acuerdo a la ortodoxia monetaria vigente, todo lo que se necesita para sostener la UM es mejorar la flexibilidad de precios y salarios precisamente mediante esas reformas estructurales. Esta flexibilidad es la que permitirá a los países miembros enfrentarse a *shocks* asimétricos y hacer más operativa e integrada la UM. Pero la adopción de esas medidas es responsabilidad del Gobierno, no de los BBCC, lo que supone un efecto colateral de este régimen monetario: como los BBCC no pueden hacer nada al respecto, no son los responsables de los ciclos económicos.

En segundo lugar, la adopción de reformas estructurales se demanda porque es la única forma en que las economías que basan su crecimiento en la demanda interna puedan dilatar ese periodo de crecimiento sin enfrentarse a presiones inflacionistas y, por tanto, sin tener que interrumpir su expansión, como es el caso de los países periféricos. En otras palabras, se trata, en última instancia, de reducir el nivel de la tasa natural de paro. Estas medidas estructurales se hacían cada vez más perentorias, pero al mismo tiempo más peligrosas, por lo que esa adopción pudiera suponer de interrupción en el proceso de crecimiento económico que, aunque problemático, era necesario.

Sobre la estabilidad financiera

La responsabilidad última de la estabilidad financiera descansa en el ámbito nacional, lo que justifica la ausencia de supervisión financiera supranacional. Entonces, ante la ausencia de una unión fiscal, los problemas de solvencia que pueden aparecer de nuevo se remiten a cada uno de los países miembros. Por tanto, mientras que en asuntos de política monetaria el BCE se erige en la referencia única, en lo que respecta a la política de estabilidad financiera, mientras que los respectivos BCN juegan diferentes papeles en sus respectivos sistemas financieros, en la realidad, el Tratado únicamente exige a los BCN “contribuir a facilitar las políticas perseguidas por las autoridades competentes en lo que respecta a la supervisión de las entidades de crédito y estabilidad del sistema financiero”, para añadir casi de pasada que “las tareas específicas respecto a la supervisión de instituciones de crédito pueden conferirse al BCE”. De nuevo, la ausencia de responsabilidades explícitas en lo que respecta a la política de estabilidad financiera ha permitido que sea el BCE el que decida si se enfrenta a ese vacío sistémico y de qué forma, utilizando los instrumentos de la política monetaria que están a su disposición.

El objetivo de estabilidad de precios debería contemplarse como secundario ante la necesidad de alcanzar la estabilidad financiera y, por tanto, los BBCC no deberían

haber estado impasibles ante la emergencia de la burbuja, máxime teniendo en cuenta que todas vienen acompañadas de posteriores derrumbes financieros que afectan al sistema bancario.

Los problemas de solvencia y de liquidez y la función de prestamista en última instancia

Dada la dificultad práctica de distinguir problemas de liquidez y de solvencia, la posición del BCE como prestamista de última instancia es muy delicada. En el caso en que una emergencia le haga proveer liquidez a instituciones individuales y le suponga adentrarse en pérdidas, el BCE se encontraría negociando su propia recapitalización con las respectivas autoridades nacionales, lo que comprometería la propia independencia del BCE que tanto intentaron preservar los diseñadores de la UM. En definitiva, el sistema financiero supuestamente integrado aparece especialmente vulnerable a riesgos sistémicos, pues tanto las funciones de una supervisión financiera integrada como las de prestamista de última instancia no tienen una seguridad fiscal, es decir, no están respaldadas por una agencia o fondo monetario europeo, como el que se está demandando.

tiendo que la inflación se desvíe mucho por abajo. Por lo tanto, minimizará su función de pérdidas, para lo cual tiene en cuenta sus propias preferencias respecto a la inflación y output *gap*, y también la sensibilidad de los salarios al estado del mercado de trabajo, sujeto a la estructura de la economía dada por la curva de Phillips. Su elección así obtenida, supondrá que el país presente una recesión, pero menor de la que se hubiera obtenido si solo se tuviera en cuenta la inflación, y una menor inflación, pero mayor que de la resultante, si solo hubiera sido sensible a evitar la recesión.

Cabe reconocer, sin embargo, que al BCE le resulta muy difícil seguir esta aproximación, entre otras cosas por la heterogeneidad de las estructuras económicas existentes en la UM. Como consecuencia, ha continuado con el régimen monetario basado en la confianza de que unas políticas macroeconómicas orientadas a la estabilidad de precios junto a la adopción de reformas estructurales generarán el mejor de los mundos. De nuevo, esta creencia resulta muy difícil de mantener ante la actual crisis financiera.

4. Conclusiones

El régimen monetario de la UM ha contribuido a controlar la tasa de inflación. Sin embargo, también ha introducido numerosas imperfecciones que han contribuido a la propagación de la crisis financiera y a que en la zona euro ésta haya adoptado una vertiente muy particular. La situación de Grecia ha sido la primera a la que las autoridades deben enfrentarse para evitar el colapso de la zona euro. Naturalmente, los programas de ayuda son necesarios, aunque debería de reflexionarse que si para salvar a la economía de Grecia, de apenas 250 mm de euros de PIB nominal, se está contemplando una cifra de 40 mm de euros en 2010 y otros 40 mm entre 2011 y 2012, ¿Cuánto habría de ser la cantidad en el caso de otra economía mayor, como España? Por tanto, es necesario, además, un cambio de régimen monetario por dos razones básicas: la primera, para cambiar el proceso de ajuste dentro de la zona euro y permitir que la convergencia continúe y, de esta forma, evitar la reaparición de este tipo de episodios. La segunda, porque el proceso de ajuste adoptado por la zona euro es crucial para el ajuste mundial. Como se ha señalado en el trabajo, no es lo mismo que la zona salga con un saldo exterior positivo que con un déficit de cuenta corriente global.

Sobre el modus operandi de la estrategia monetaria del BCE

Como se ha señalado, la estrategia monetaria del BCE responde aproximadamente a un régimen monetario caracterizado por una meta de inflación. Concretamente, su definición de estabilidad de precios es “un aumento del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC) de la zona euro por debajo del 2 por 100 anual” que debe mantenerse en el medio plazo (BCE, 1999).

Sin embargo, no deja de tener ciertas particularidades en su forma de llevarla a cabo, fruto, fundamentalmente, de la heterogeneidad económica de la UM. Como se sabe, en un régimen de metas de inflación, el BC respectivo tiene en cuenta la estructura de la economía, recogida, por ejemplo, a través de la curva de Phillips. Se trata de reconocer que el BC desea alcanzar un objetivo de inflación, pero no a cualquier costa. Entonces, ante, por ejemplo, un *shock* deflacionista, no va a mantener su objetivo de inflación y puede aceptar que la economía se adentre en una recesión; asimismo, tampoco evitará la recesión permi-