

LA NUEVA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA

Eugenio DOMINGO SOLANS
Alicia GARCÍA HERRERO

I. INTRODUCCIÓN

La política monetaria europea merece el atributo de nueva en varios sentidos. En primer lugar, en un sentido cronológico, porque es reciente, porque se puso en marcha hace menos de año y medio, exactamente el 1.º de enero de 1999. En segundo lugar, en un sentido institucional, porque la institución que la formula es de nueva planta, con una «antigüedad» de menos de dos años: poco si se compara con la de la Reserva Federal de los Estados Unidos (menos de un siglo) y casi nada si se compara con la del Banco de España (más de dos siglos) o la del Banco de Inglaterra (más de tres siglos). Novedad también es la del área geográfica sobre la que se aplica la política monetaria: un territorio que comprende once países, con una superficie de 2.365.000 km² (casi cinco veces España), una población de 292 millones de habitantes (más de siete veces la de España) y un PIB de 5.774 millardos de euros (más de diez veces el de España). Área extensa, sin duda, con más puntos de unión que de desunión (nos une la geografía, la historia, la cultura, la economía y, ahora, la moneda), pero lo bastante heterogénea en algunos aspectos extraeconómicos (lenguas) y económicos (por ejemplo, los sistemas financieros) para exigir un esfuerzo de superación de barreras. También es nueva, finalmente, la moneda a la que se refiere la nueva política monetaria del Eurosistema: el euro, formado a partir de diez monedas preexistentes, cada una con su particular historial.

Una política monetaria que debe operar sobre una base tan nueva y relativamente heterogénea como la descrita en el párrafo anterior no puede ser convencional. Evaluar la política monetaria del Eurosistema con los convencionalismos al uso sería equivocado. Ni sus objetivos, ni su estrategia, ni sus instrumentos, ni su estilo, ni la forma en que es comunicada son comparables a otras políticas monetarias de otros bancos centrales. El Eurosistema ha de ser distinto, porque si no lo fuera, querría decir que algo funciona mal.

Lo nuevo y lo heterogéneo es incierto. La clave para entender la diferencia entre el Eurosistema y otros bancos centrales radica, seguramente, en la idea de incertidumbre que acompaña a todo lo nuevo. La incertidumbre hace que su objetivo tenga que definirse inequívocamente, que su estrategia sea sofisticada y, desde luego, carente de automatismo, que sus instrumentos y procedimientos tengan que ser flexibles, que su enfoque se caracterice, entre otros factores, por la carencia de activismo, que en la comunicación con el público y con los mercados se evite identificar opiniones individuales, que se confundirían indebidamente con opiniones personales. De hecho, identificar opiniones personales en un órgano multinacional como el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) podría perjudicar la independencia de sus miembros, que no representan ni a sus respectivas naciones, ni a sus gobiernos nacionales, ni siquiera a los bancos centrales que doce de

dichos miembros presiden. La no publicación de las opiniones personales, sin embargo, no impide decir que el BCE es, probablemente, el banco central más transparente entre los que tienen un tamaño comparable.

Basta recordar, para justificar la anterior afirmación, la publicación inmediata de las decisiones del Consejo de Gobierno y de las motivaciones subyacentes a dichas opiniones, seguidas de ruedas de prensa mensuales con el Presidente y Vicepresidente del BCE, y en las que participan periodistas de toda Europa. Así mismo las publicaciones del BCE (boletines mensuales y anuales) y, finalmente, las frecuentes comparecencias del Presidente y de otros medios del Comité Ejecutivo en el Parlamento Europeo constituyen actuaciones encaminadas a cumplir con los principios de transparencia y rendición de cuentas.

Desde esta perspectiva de la novedad, de la relativa heterogeneidad y de la incertidumbre debe valorarse la política monetaria del Eurosistema que se explica en este artículo. La hemos diseccionado en cuatro partes, que constituyen las coordenadas principales de cualquier política monetaria: objetivo, estrategia, marco operativo y enfoque. El artículo termina considerando los retos del futuro para el Eurosistema.

II. OBJETIVO

El objetivo de la política monetaria del Eurosistema está recogido en el Tratado de la Unión Europea, que, en su artículo 105, establece que «el objetivo principal será mantener la estabilidad de precios». Más concretamente, el BCE ha definido la estabilidad de precios como el manteni-

miento a medio plazo de un incremento interanual del índice armonizado de precios al consumo (IAPC) para la zona del euro por debajo del 2 por 100. Al utilizar el término «incremento», se excluye, implícitamente, la deflación dentro del objetivo del BCE. El hecho de que el objetivo esté definido en el medio plazo refleja la imposibilidad de que la política monetaria pueda eliminar la volatilidad de los precios en el corto plazo, que tenga como origen perturbaciones no monetarias. Buenos ejemplos de dichas perturbaciones son los efectos de los cambios de los impuestos indirectos o de las variaciones de los precios internacionales de las materias primas. Por otra parte, la orientación a medio plazo permite al Eurosistema dar una respuesta gradual y acompasada ante ciertos tipos de perturbaciones imprevistas, cuyo impacto sobre el nivel de precios puede suponer una amenaza para la estabilidad de precios, y evita introducir incertidumbres innecesarias con respecto a los tipos de interés a corto plazo, al tiempo que asegura que la estabilidad de precios se mantenga en el medio plazo.

Sin perjuicio de este objetivo —sigue diciendo el citado artículo 105 del Tratado— el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad con el fin de contribuir a la realización de los objetivos comunitarios, que incluyen un crecimiento sostenible respetuoso del medio ambiente, y un alto nivel de empleo y de protección social.

El BCE, por tanto, debe encaminar su actuación de forma prioritaria al objetivo de la estabilidad de precios y, sin perjuicio de ello, de forma indirecta y condicional, al crecimiento económico y al empleo. La lógica de este im-

plícito objetivo secundario estriba en que, a medio plazo, la mejor contribución que el BCE puede hacer en favor del crecimiento sostenido, de la creación de empleo y de la protección social es precisamente crear un ambiente de estabilidad.

De hecho, la estabilidad de precios propicia, en efecto, a medio plazo, la inversión eficiente, el crecimiento sostenible y el empleo. Esto es así porque la estabilidad evita distorsiones en el mecanismo de precios, favoreciendo una mejor asignación de recursos. Los precios, con estabilidad, son más transparentes, lo que fomenta la competencia y, por tanto, la eficiencia. Más aún, si los agentes económicos tienen expectativas de estabilidad, el nivel de los tipos de interés a largo plazo se reduce, por lo que se incentiva la inversión y el consumo duradero. Además, la estabilidad favorece el crecimiento y el empleo en la medida en que canaliza los recursos hacia la actividad productiva, en vez de, como hace la inflación, incentivar la inversión meramente especulativa encaminada a protegerse del deterioro monetario.

En conclusión, si el BCE encaminara su actuación hacia el empleo sin respetar la prioridad hacia la estabilidad, la credibilidad de su política monetaria se resentiría, y ello afectaría no sólo a la inflación, sino también, por paradójico que pueda parecer, al propio empleo. La búsqueda directa de objetivos de empleo por parte de un banco central sin anteponer el objetivo de la estabilidad es absolutamente contraproducente.

Como antes recordábamos, entre los fines de la Unión Europea relacionados en el artículo 2 del Tratado de Maastricht se encuentra también el de la protección social. Puede afirmarse al

respecto que la inflación es el más injusto de los tributos, puesto que deteriora las rentas y el patrimonio de las personas, al tiempo que distorsiona determinados mecanismos públicos redistributivos, como, por ejemplo, la progresividad fiscal. En otras palabras, la estabilidad no sólo es económicamente eficiente, sino socialmente justa, puesto que proporciona unas condiciones económicas que benefician a los más débiles y vulnerables.

La estabilidad que persigue el Eurosistema es interna y no externa; es decir, el tipo de cambio no es un objetivo, sino más bien el resultante de la política monetaria y del resto de las políticas económicas actuales y esperadas en el área del euro y fuera de ella, así como de las percepciones de dichas políticas por parte de los mercados. El hecho de que el objetivo de la política monetaria del Eurosistema no incluya la estabilidad externa —es decir, una meta de tipo de cambio— facilita que se centre en su tarea de mantenimiento de estabilidad de precios en el área del euro. Además de proveer al Eurosistema con un objetivo claro, el Tratado establece la independencia del BCE y de los bancos centrales nacionales (BCN) frente a los gobiernos nacionales. Esta independencia institucional permite al Eurosistema perseguir la estabilidad de precios en un marco adecuado a medio plazo, reforzando así significativamente la credibilidad de su política monetaria. La independencia que garantiza el Tratado no sólo beneficia al Eurosistema, sino a todos los ciudadanos europeos, ya que facilita el mantenimiento de un entorno de estabilidad de precios. El reverso de la moneda de la independencia es el cumplimiento por parte del Eurosistema de los principios de transparencia y de rendición de cuentas.

Finalmente, es importante hacer notar que una política monetaria correcta del BCE es condición necesaria, pero no suficiente, para cumplir el objetivo de estabilidad de precios. Se requieren, además, unas políticas fiscales nacionales que cumplan el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y unas políticas de oferta orientadas hacia la liberalización y flexibilización de los mercados que eviten la persistencia de presiones inflacionistas.

III. LA ESTRATEGIA

Aunque el objetivo prioritario de la política monetaria del BCE esté claramente definido, la teoría económica apunta a que un banco central no puede controlar directamente el nivel de precios utilizando los instrumentos de política monetaria a su disposición. Por el contrario, un banco central se enfrenta a un complejo proceso de transmisión desde sus propias acciones de política monetaria hasta las variaciones en el nivel general de precios. Este mecanismo de transmisión de la política monetaria se caracteriza por la existencia de varios canales distintos, cada uno de ellos con retardos largos, variables y no totalmente predecibles.

Dada la complejidad del mecanismo de transmisión, la preparación, la discusión, la presentación y, finalmente, la toma de decisiones de política monetaria deben desarrollarse dentro de un marco claro y coherente. Éste es el papel que desempeña la estrategia de política monetaria.

Después de considerar distintas opciones, el BCE eligió una estrategia que consta de dos pilares sobre los que apoyarse para alcanzar dicho objetivo. El primero otorga un papel destacado al dinero, a través del anuncio de

un valor de referencia para el crecimiento anual de un agregado monetario amplio (M3), establecido actualmente en el 4,5 por 100. El segundo se basa en la evaluación de las previsiones de evolución futura de los precios y de los riesgos para la estabilidad de precios en el área del euro en su conjunto, en función de un amplio número de indicadores.

La estrategia de política monetaria del BCE es una estrategia original, y no una mezcla de las estrategias utilizadas por los diferentes BCN de la euroárea. Es verdad que la estrategia del BCE ha incorporado elementos de algunas de esas estrategias, aunque no de todas (no, por ejemplo, de la estrategia de tipo de cambio), pero lo ha hecho para combinar dichos elementos, eligiendo los mejores, y alcanzar una estrategia distinta y genuina. Al producto final sólo le ha faltado una etiqueta, más allá de la denominación puramente descriptiva de «estrategia de política monetaria orientada a la estabilidad».

Es difícil entender plenamente la estrategia de política monetaria del BCE si se prescinde de la idea de incertidumbre, a la que nos referíamos al comienzo de este artículo. En el caso de la política monetaria única, a las incertidumbres generales derivadas de la tradicional crítica de Lucas se añaden las incertidumbres específicas derivadas de la creación de una nueva moneda a partir de diez monedas nacionales, con todo lo que ello implica en los campos de la estadística, sistemas de pago, mercados financieros, etc. Ante esta realidad, el que el 4,5 por 100 de incremento anual de M3 sea una referencia y no un objetivo y, por tanto, la afirmación de que nadie debe esperar una reacción mecánica de la política monetaria ante posibles desviaciones respecto a

dicha referencia, parece plenamente justificado. Como también está justificada la existencia de un segundo pilar, ya que los datos monetarios contienen información necesaria para una formulación de la política monetaria rigurosa, pero no suficiente, al menos no en todas las circunstancias. El conjunto amplio de indicadores con los que se evalúan los riesgos para la estabilidad de precios lo forman, entre otros, salarios, tipos de cambio, precios de valores de renta fija, curvas de rendimientos, indicadores presupuestarios, índices de precios y de costes, encuestas de confianza empresarial y de los consumidores, y perspectivas de crecimiento económico. Obviamente, al evaluar el carácter de la política monetaria, también será útil estudiar las previsiones de inflación obtenidas a partir de todas estas variables.

Obsérvese que el objetivo implícito y secundario del BCE (apoyar las políticas económicas generales de la Unión Europea con el fin de contribuir al crecimiento económico) se puede integrar en el segundo pilar de la estrategia, lo que da coherencia a la actuación del BCE. También es importante notar que el tipo de cambio es una variable a tener en cuenta en la estrategia de política monetaria del BCE, pero no como objetivo, como mencionábamos anteriormente, sino como indicador de los riesgos para la estabilidad de precios.

La piedra de toque de cualquier estrategia de política monetaria es la existencia de una clara «función de reacción». Clara en el sentido de «bien especificada», no en el sentido de «automática». El grado de especificación de los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE, complementados entre sí, es suficientemente concreto para permitir a los mercados en-

tender la toma de decisiones del BCE, lo cual es importante para la propia efectividad de la medida adoptada. Además, el binomio objetivos y estrategia es la base para la necesaria rendición de cuentas del BCE ante el Parlamento y la sociedad europeos.

IV. EL MARCO OPERATIVO

Con el fin de alcanzar el objetivo de estabilidad de precios, y basándose en la estrategia y en el modo de formular la política monetaria antes descritos, el Eurosistema tiene a su disposición un conjunto de instrumentos de política monetaria que se pueden clasificar en tres grupos: operaciones de mercado abierto, facilidades permanentes y coeficiente de caja.

Las operaciones de mercado abierto desempeñan un papel muy importante en la política monetaria única, porque tienen como objetivos el control de los tipos de interés, la gestión de la situación de liquidez del mercado y la señalización de la orientación de la política monetaria. El instrumento principal a disposición del Eurosistema para la realización de operaciones de mercado abierto es la subasta semanal de financiación. Se trata de operaciones temporales de inyección regular de liquidez contra activos de garantía que cumplen los criterios de elegibilidad establecidos por el BCE, de frecuencia semanal y vencimiento a dos semanas, y que ejecutan los BCN. El tipo de interés de la subasta semanal constituye el tipo marcador de la política monetaria del Eurosistema. También se llevan a cabo subastas de financiación con un vencimiento de tres meses, con el objetivo de proporcionar financiación adicional al sistema financiero a más largo plazo. Estas operaciones

representan del orden de un tercio del volumen total de financiación concedida. Como el BCE no pretende enviar señales al mercado con estas subastas de más largo plazo, las ejecuta a tipo de interés variable.

Las facilidades permanentes tienen como objetivo proporcionar y absorber liquidez a un día, señalar la orientación general de la política monetaria y controlar los tipos de interés del mercado a un día. Las entidades financieras que cumplen los criterios de elegibilidad del BCE disponen de una facilidad marginal de crédito para obtener liquidez a un día de los BCN contra activos de garantía elegibles, y a un tipo de interés superior al de las subastas semanales. Dichas entidades pueden utilizar también la facilidad de depósito para colocar su liquidez sobrante a un día en los BCN, lógicamente a un tipo de interés por debajo del de la subasta semanal. Estas dos facilidades crean un corredor dentro del cual se mueven los tipos de interés del interbancario a un día. Finalmente, como en el caso de las subastas semanales, es el BCE el que determina los tipos de interés de las dos facilidades.

Por último, el coeficiente de caja, que está remunerado al tipo de interés de la subasta semanal, se aplica a las entidades de crédito del área euro, y tiene como objetivos primordiales estabilizar los tipos de interés del mercado monetario y crear —o aumentar— el déficit estructural de liquidez.

Lógicamente, existen algunas diferencias entre el actual marco operativo de la política monetaria y el que existía en España antes de la introducción del euro, tanto en el aspecto de los instrumentos a disposición del banco central como en el de los procedimientos seguidos en la utiliza-

ción de los instrumentos de regulación monetaria.

Una de las características principales del actual marco operativo es su elevado grado de flexibilidad, de suerte que, sin cambios discrecionales, determinados instrumentos pueden dar una adecuada respuesta a situaciones diferentes de los mercados o de las instituciones financieras. En esta línea, la existencia de las dos facilidades permanentes permite, a discreción de las entidades bancarias, obtener crédito a un día o depositar el excedente de liquidez. Con ello se reduce la necesidad de efectuar intervenciones de absorción de liquidez o de inyección a plazos más cortos que el de las operaciones regulares de financiación, y se elimina la práctica de realizar, excepcionalmente y discrecionalmente, préstamos individuales a las entidades de crédito. Las facilidades permanentes tienen las ventajas derivadas de su preanuncio, si se quiere de su automatismo, ya que la única exigencia para que una institución acceda a ellas es cumplir con los criterios de elegibilidad para ser una contrapartida del BCE, además de contar con suficientes activos de garantía elegibles en el caso de acceso a la facilidad marginal de crédito. Otra ventaja de las facilidades permanentes es la de reducir permanentemente la volatilidad de los tipos de interés a un día, así como la necesidad y frecuencia de posibles operaciones de ajuste. Además, el Eurosistema puede utilizar las facilidades permanentes para señalar la política monetaria a través de la elección de un corredor simétrico o asimétrico.

Otra diferencia a significar es la distinta naturaleza del coeficiente de caja. El anterior coeficiente de caja tenía un período de cómputo más corto y un menor desfase entre el período de

cómputo y el período de cobertura, lo que causaba una mayor volatilidad de los tipos de interés a un día, a menos que el Banco de España interviniera más activamente en el mercado para contrarrestarlo. El actual coeficiente de caja permite a las entidades bancarias una mejor planificación de sus necesidades de liquidez y, en combinación con las facilidades permanentes, reduce la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo y hace menos necesarias y, por lo tanto, menos frecuentes las operaciones de ajuste.

Con todo, la mayor diferencia en lo que se refiere al coeficiente de caja es que ahora se remunera al tipo de interés de la subasta semanal. De este modo, el coeficiente de caja deja de constituir una fuente de renta monetaria para el banco central y, por lo tanto, un coste para los bancos, lo que les permite competir en igualdad de condiciones con los bancos de los sistemas donde no se exige, sin perjuicio de la finalidad básica del coeficiente, que es la de tensar las condiciones de liquidez y aumentar la efectividad de la política monetaria.

Si de los instrumentos pasamos a considerar los procedimientos, la mayor diferencia entre la práctica anterior y la actual estriba en la elección del tipo de subasta utilizado en las operaciones principales de financiación. Frente a la práctica habitual del Banco de España de realizar subastas a tipo variable, hasta ahora el Eurosistema sólo ha realizado subastas a tipo fijo, con fijación de cantidad en sus operaciones principales de financiación. Con este procedimiento, las entidades bancarias pujan por la cantidad de liquidez que desean obtener al tipo de interés preestablecido por el BCE, y éste adjudica sólo el importe estimado como compatible con los ob-

jetivos de la política monetaria, prorrateándolo en función del volumen total solicitado.

Aunque no cabe duda de que la subasta a tipo variable está más orientada hacia el mercado, la subasta a tipo fijo con fijación de cantidad tiene otro tipo de ventajas cuya importancia relativa debe valorarse según las circunstancias de cada momento; por ejemplo, permite controlar simultáneamente la cantidad de liquidez asignada y el tipo de interés, con unos efectos de señalización mucho más claros. En un escenario de incertidumbre como el del inicio de la política monetaria común no puede decirse que haya sido una mala elección, aun sopesando el inconveniente de que propicia la licitación de pujas por encima de las cantidades de liquidez realmente requeridas por las entidades de contrapartida, habida cuenta de la expectativa de prorrateo.

En último término, la posibilidad de que las entidades financieras obtengan la liquidez necesaria con el procedimiento de subasta a tipo fijo con fijación de cantidad depende de la disposición de suficientes activos de garantía por parte de las entidades bancarias, disposición que varía en función del tipo de activos financieros que predominan en cada país, y que puede condicionar la estructura de los balances bancarios. El BCE ha tratado de paliar la desventaja relativa, a este respecto, de determinadas entidades bancarias españolas y de otros países —que nada tiene que ver con su solvencia relativa, sino que es una mera consecuencia de los hábitos financieros. Así, se ha clarificado que la interpretación correcta del procedimiento de subasta no es la de exigir la disposición de activos de garantía para cubrir el montante de la puja antes de la adjudicación, sino que lo que se requiere es tener capa-

cidad financiera para disponer del correspondiente colateral en el momento y por la cuantía de la adjudicación final. Además, con la creación del modelo de corresponsalía entre BCN, una entidad siempre puede recurrir al colateral que posee en otro país de la zona euro como activo de garantía de las pujas que quiera realizar en su país de origen.

Por otra parte, en la medida en que la política monetaria del Eurosistema siga guiando el tipo de interés interbancario a un día hacia el nivel del tipo oficial de intervención, el coste de oportunidad de obtener la liquidez en el mercado a corto plazo, en vez de en las subastas de regulación monetaria, se reduce.

Además, el Eurosistema ya utiliza el procedimiento de tipo de interés variable para un tercio de la liquidez que inyecta a través de las subastas a tres meses. Para ser más precisos, se emplea el sistema de tipo de interés variable múltiple (sistema americano), de acuerdo con el cual las entidades financieras declaran las cantidades de dinero y los tipos de interés a los que desean obtener la liquidez y el BCE adjudica las cantidades según las necesidades de liquidez del sistema a los tipos solicitados (no al tipo marginal o tipo que agota la cantidad a adjudicar, como en el sistema a tipo de interés variable único o subasta holandesa). El sistema americano es, precisamente, el procedimiento de subasta al que más acostumbradas están las entidades bancarias españolas, porque era el habitualmente utilizado por el Banco de España. Además de la ventaja evidente de estar más en línea con el mercado, este procedimiento de subasta permite satisfacer las necesidades de liquidez de cualquier entidad de contrapartida siempre que en la licitación solicite cantidades a un ti-

po de interés por encima del marginal. Sin embargo, este procedimiento no puede conseguir, simultáneamente, enviar señales claras al mercado sobre el nivel de los tipos de interés y adjudicar las cantidades convenientes de liquidez, por lo que suele requerir el complemento de operaciones de ajuste. Como en las operaciones de financiación a tres meses el Eurosistema no pretende enviar señales al mercado, este procedimiento de subasta tiene, en este caso, claras ventajas.

El marco operativo de la política monetaria única ha supuesto una mayor aceptación de activos de garantía para las operaciones de crédito, tanto de política monetaria como de crédito intradía, a través del sistema de pagos TARGET. Se admiten no sólo títulos de deuda pública como antes, sino también valores de renta fija privados, negociables o no, e incluso, se aceptan créditos bancarios no titulizados de alta calidad y valores de renta variable negociados en un mercado organizado, bajo determinadas condiciones. La disponibilidad de colateral depende de la estructura financiera de cada país y de la estructura del balance de cada entidad, pero parece claro que el Eurosistema ofrece flexibilidad para la aceptación de activos como garantía de sus operaciones de financiación.

En resumen, el marco operativo de la política monetaria del Eurosistema es flexible aunque está dotado de cierto automatismo, y permite controlar la volatilidad de los tipos de interés, potencia el efecto señalización de la política monetaria y está orientado al mercado.

V. EL ENFOQUE

A partir de sus objetivos y de su estrategia, es posible formu-

lar la política monetaria del BCE, es decir, es posible tomar decisiones coherentes y explicables. Dicha formulación tiene unas características propias que no pueden desligarse de la forma en que la institución enfoca la consecución de sus objetivos y la aplicación de su estrategia. Al igual que al establecer los objetivos y la estrategia aparecen unas señas de identidad distintas de las de otros bancos centrales, también la propia formulación de la política monetaria del BCE tiene un enfoque que, aunque en parte puede ser común al de otros bancos centrales, adquiere matices propios en un caso tan especial como el del BCE. Entre otras posibles, cabe resaltar cuatro características del enfoque de su política monetaria cuyo conocimiento puede ayudar a comprender mejor cómo toma decisiones el BCE. Dichas características son medio plazo, pasividad, discrecionalidad y perspectiva global europea.

La política monetaria del Eurosistema se enfoca, en efecto, en el medio plazo, aunque reconoce efectos a corto plazo en el plano de las expectativas y de la confianza. Provee un marco general orientado principalmente a la estabilidad y, sin perjuicio de ella, al apoyo de las políticas económicas generales, creando unas condiciones favorables al crecimiento económico, pero todo ello de forma «pasiva», *ex ante*.

En cualquier caso, una política monetaria pasiva y enfocada al medio plazo puede tener efectos sobre el ciclo. Ciertamente, no contrarrestará directamente cada fluctuación cíclica —no será «contracíclica»— pero contribuirá a suavizar la intensidad de las oscilaciones, coadyuvará a extender la longitud de onda económica y, con ello, a mejorar las condiciones para un crecimiento económico sostenido.

Una tercera característica de la formulación de la política monetaria del BCE es la ausencia de automatismo, en el sentido de que las decisiones que se adoptan no constituyen una respuesta mecánica a cambios en el valor de determinadas variables. En el tradicional dilema entre reglas y discrecionalidad, el BCE está más próximo a la discrecionalidad. Dicho esto, lo más importante es no identificar discrecionalidad ni con opacidad ni con arbitrariedad, no identificar automatismo con transparencia. La política monetaria no se puede basar sólo en reglas porque nunca podrán ser lo suficientemente robustas para poder eliminar la necesidad de discrecionalidad al formular la política monetaria. Sin negar la importancia de meritorias contribuciones teóricas, como las reglas de Friedman o de Taylor, es evidente que la política monetaria requiere algo más que eso.

Por último la adopción de una perspectiva global europea caracteriza también el enfoque de la política monetaria del BCE. La imposibilidad de discriminar regionalmente es un rasgo general de cualquier política monetaria, pero debe convenirse que la heterogeneidad económica, financiera, política e institucional de la euroárea hace que este punto sea especialmente sensible. Aceptemos que formular y aplicar la política monetaria en una gran área heterogénea tiene limitaciones, pero también reconocamos las ventajas y posibilidades de una política monetaria común para una moneda única en un espacio económico integrado.

Una de dichas limitaciones tiene que ver con el hecho de que una política monetaria común implica un único tipo nominal de interés de intervención para toda el área y un único tipo de interés

nominal para el mercado monetario a corto plazo en toda el área. A partir de ahí, los efectos de la política monetaria en cada país o región pueden ser distintos, dependiendo de diversos factores relevantes. Uno de ellos es el diferente nivel de inflación de cada país o región, que conlleva diferentes tipos de interés reales tanto de intervención como de mercado. Por otra parte, los mecanismos de transmisión de la política monetaria funcionan de forma distinta en cada país, pues las estructuras de los sistemas financieros y los hábitos bancarios del público son diferentes, lo que dará como resultado efectos diferentes en intensidad y en tiempo de la política monetaria. No se tratará, en ambos casos, de efectos dramáticamente distintos entre países, pero ciertamente no son negligibles.

Ante ello, lo razonable es pedir a las autoridades nacionales que, mediante políticas económicas apropiadas, traten de compensar dichas limitaciones de la política monetaria supranacional. Pero, sobre todo, lo razonable es entender que el BCE está obligado a adoptar una perspectiva global de toda el área cuando formula la política monetaria, y no cometer el error de interpretar las decisiones del BCE desde una perspectiva nacional.

VI. LOS RETOS DEL FUTURO

A pesar de que los objetivos, la estrategia, el marco operativo y el enfoque de la política monetaria del Eurosistema están claramente diseñados y, es más, han dado pruebas en el último año y medio de poder funcionar sin problemas, es evidente que un proyecto de la envergadura de la Unión Económica y Monetaria (UEM) no puede estar libre

de retos. Desde el punto de vista de un banco central, se pueden identificar cinco desafíos importantes, que pasamos a considerar a continuación.

El primero de ellos tiene que ver con la conducción de una política monetaria única para once países. Mientras que las decisiones de política monetaria están centralizadas en el BCE, como es lógico que sea para poder llevar a cabo una política monetaria única, el resto de decisiones de política económica siguen correspondiendo fundamentalmente a los estados miembros. Con este especial reparto de responsabilidades, todos los estamentos —bancos centrales, gobiernos, empresas y sindicatos— se enfrentan, en efecto, a un desafío muy particular. Concentrándonos en el BCE, el reto es que sus decisiones de política monetaria se basen siempre en consideraciones del conjunto de la zona de la moneda única, ya que la política monetaria es, por su propia naturaleza, una e indivisible, y éste es exactamente el mandato del Tratado. El BCE es la más supranacional de las instituciones europeas, ya que la política monetaria es la más integrada —de hecho, es única— de las políticas económicas europeas.

El segundo desafío se refiere a la ulterior integración de los mercados financieros. Es un hecho que la UEM ha acelerado el proceso de integración de los mercados financieros. El mercado monetario, cuya unificación es esencial para la consecución de una política monetaria única, ha funcionado correctamente desde el inicio de la tercera fase de la UEM. En este proceso, el crecimiento de las operaciones interbancarias transfronterizas y el buen funcionamiento del sistema de pagos ha contribuido a ello. Asimismo, estamos asistiendo a una gran aceptación de nuestra

nueva moneda, en particular en los mercados de obligaciones de renta fija, en los que los prestatarios, tanto públicos como privados, se están beneficiando de la mejora en las condiciones de financiación creada con la implantación del euro; como resultado, nos encontramos ya con un mercado de títulos de renta fija con un alto grado de liquidez y relativamente integrado. Por otro lado, la UEM está precipitando una mayor integración de los mercados de renta variable, pero también del sector bancario europeo, a través de fusiones y adquisiciones, lo que debería aumentar su rentabilidad y eficiencia.

El tercer desafío es el relativo a la interacción de las políticas macroeconómicas. Aunque los mercados financieros se han adaptado con relativa rapidez y eficacia a la nueva realidad que supone la UEM, otros ámbitos de la política económica precisarán de más tiempo para realizar los ajustes necesarios de adaptación a este complejo proceso. Las nuevas condiciones originadas por la moneda única —en las que la política monetaria viene marcada desde el Eurosistema— exigirán que los responsables políticos, las empresas, los sindicatos y el conjunto de los ciudadanos realicen un considerable esfuerzo de aprendizaje. En este contexto, con frecuencia se ha planteado el interrogante —incluso dentro del círculo de bancos centrales—, de si se obtendrán buenos resultados con la UEM pese a no existir forma alguna de unión política. La UEM ha sido concebida, desde sus orígenes, como un complemento del mercado único, razonamiento claramente subrayado en el título del estudio del Informe Delors, «Un mercado, una moneda». El mercado único europeo representa ya un grado importante de integración económica. Una

plétora de normas comunes rige la actividad económica de los quince estados miembros. El hecho de haber logrado la libre circulación de mercancías, servicios, capitales y personas ha integrado las economías nacionales y ha convertido paulatinamente las fronteras nacionales en algo anticuado. La existencia de una política común en materia de competencia se encamina hacia el establecimiento de una igualdad de condiciones y la existencia de una normativa común garantiza el acceso a los mercados de toda Europa. Es cierto que el mercado único europeo debe aún completarse, y que todavía quedan determinados sectores por liberalizar plenamente y por dotar de una regulación común. A pesar de ello, el concepto de una «economía europea» unificada ha adquirido, sin duda alguna, un significado real. De hecho, ya se han dado pasos muy importantes en el ámbito de la política fiscal con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En definitiva, el buen funcionamiento de la política monetaria única requerirá que todos los estados miembros tengan presente en todo momento su efecto indirecto en las políticas nacionales.

El cuarto desafío nos conduce a considerar la reforma estructural y la reducción del desempleo. Uno de los principales retos que se deben afrontar para lograr el éxito de la UEM a largo plazo —y del proyecto de integración europea en su conjunto—, consiste, en efecto, en conseguir una reducción significativa y duradera de la tasa de desempleo, que continúa siendo muy elevada. Aunque el actual auge económico está contribuyendo a frenar el desempleo cíclico, especialmente en el caso de España, la zona del euro únicamente conseguirá crear más empleo a largo plazo —y con ello alcanzar un mayor índice de crecimiento sostenido no inflacionista— si se acometen las reformas estructurales necesarias. No obstante, resulta alentador observar el creciente reconocimiento de los políticos europeos de que la excesiva regulación de los mercados laborales, los incentivos perjudiciales generados por algunos elementos del Estado del bienestar y la falta de flexibilidad general de la economía necesitan un cambio de dirección urgente. Con este reconocimiento, los estados miembros están mostrando una mayor voluntad de cambio.

Finalmente, debemos referirnos al desafío que significa el ingreso de nuevos países en la UE y en la zona del euro. Cuatro países pertenecientes a la Unión Europea —Dinamarca, Grecia, Suecia y el Reino Unido— no han adoptado aún el euro, aunque podrían hacerlo en los próximos años. Es probable que Grecia sea el primero en adoptarlo en el 2001, con todo lo que implica en términos de cambios operativos en el funcionamiento del Eurosistema. Ulteriormente, el posible ingreso de otros países en la Unión Europea, y en última instancia en la zona del euro, representa un importante desafío. Actualmente, se están desarrollando negociaciones con doce países. La adhesión es una decisión política, sin perjuicio de las consecuencias que seguramente conlleva para el funcionamiento de la política monetaria única y de las instituciones que la formulan o ejecutan, el BCE y el Eurosistema. El cumplimiento de los tres pasos para la integración en la UEM, formar parte de la Unión Europea y del mecanismo de tipo de cambio SME II y adoptar el euro, han de contemplarse como una secuencia continua.

Resumen

Este artículo describe las cuatro coordenadas de la política monetaria del Eurosistema —su objetivo, su estrategia, el marco operativo y el enfoque— teniendo en cuenta los rasgos esenciales que caracterizan la política monetaria de la zona del euro respecto a la de cualquier otro país o región. Estos rasgos característicos son principalmente la novedad de dicha política, ya que funciona desde hace poco más de un año, la relativa heterogeneidad del área sobre la que se aplica y la incertidumbre que inevitablemente acompaña a todo lo nuevo y heterogéneo.

El objetivo prioritario de la política monetaria del Eurosistema es la estabilidad de precios y, sin perjuicio de ello, de forma indirecta y condicional, el crecimiento económico y el empleo. La estabilidad del tipo de cambio no es un objetivo específico del BCE, sino más bien una condición, un ingrediente, junto con otros, para que la estabilidad de precios se mantenga. La estrategia elegida para la consecución de dicho objetivo es genuina —constituida por dos pilares, uno monetario y otro de previsiones de inflación— para que sea más flexible ante la novedad e incertidumbre que acompaña a la política monetaria del Eurosistema. El marco operativo —basado en operaciones de mercado abierto, principalmente subastas semanales de inyección de liquidez con *repos*, dos facilidades permanentes, una de préstamo y otra de depósito, y un coeficiente de caja remunerado a tipo de mercado— se caracteriza por su flexibilidad y por el control de los tipos de interés a pesar de que no exista una meta operativa de tipos a corto plazo. Por último, los rasgos principales del enfoque de la política monetaria del Eurosistema son el medio plazo, la pasividad, la discrecionalidad y la perspectiva global europea.

Aunque el objetivo, la estrategia, el marco operativo y el enfoque de la política monetaria europea han dado pruebas de funcionar perfectamente, al menos hasta el momento, existen aún importantes retos que el Eurosistema deberá afrontar en los próximos años. El primero de ellos es el seguir conduciendo una política monetaria única para once países distintos desde el punto de vista político y social pero también económico. El segundo reto es la ulterior integración de los mercados financieros europeos. El tercero, relacionado con el primero, es la mayor interacción de las políticas macroeconómicas. El cuarto desafío es el de ahondar en las reformas estructurales y en la reducción del desempleo. El último reto es el de integrar a nuevos países en la zona del euro, empezando por los que ya forman parte de la Unión Europea y siguiendo por los países de futura adhesión.

Palabras clave: política monetaria, Eurosistema, Unión Económica y Monetaria.

Abstract

This article describes the four coordinates of the Eurosystem monetary policy —its aim, its strategy, the operating framework and the approach— bearing in mind the essential features denoting the monetary policy of the euro area with regard to any other country's or region's. These characteristic features are the principal novelty of this policy, as it has been in operation for just over a year, the relative heterogeneity of the area to which it is applied, and the uncertainty that inevitably accompanies everything new and heterogeneous.

The prime aim of the Eurosystem monetary policy is price stability and without prejudice to this, indirectly and conditionally, economic growth and employment. Exchange rate stability is not a specific objective of the EGB but rather a condition, an ingredient, along with others, so that price stability is maintained. The strategy chosen to achieve this objective is genuine —consisting of two pillars, one monetary and the other forecasts of inflation— so that it may be more flexible towards the novelty and uncertainty accompanying the monetary policy of the Eurosystem. The operational framework —based on open market operations, mainly weekly auctions for injection of liquidity with *repos*, two permanent facilities, one loan and the other deposit, and a liquidity reserve ratio remunerated at market rate— is characterized by its flexibility and by interest rate control in spite of the fact that there is no operating goal for short-term rates. Lastly, the main features of the Eurosystem monetary policy approach are the medium term, passiveness, discretion and global European outlook.

Although the aim, strategy, operational framework and approach of the European monetary policy have proved to function perfectly, at least so far, there are still major challenges to be met by the Eurosystem in the coming years. The first of these is to go on implementing a single monetary policy for the eleven different countries from not only the political and social, but also the economic standpoint. The second challenge is the ultimate integration of the European financial markets. The third, connected with the first, is greater interaction of macroeconomic policies. The fourth challenge is to make further advances towards structural reforms and reduction of unemployment. The final challenge is to integrate new countries into the euro area, beginning with those already forming part of the European Union, and continuing with the countries that join in the future.

Key words: monetary policy, Eurosystem, Economic and Monetary Union.

JEL classification: E50, E52, E58.