

Resumen

El objetivo de este artículo es pasar revista a la actuación del BCE desde su creación, centrándose en el análisis del funcionamiento de su estrategia, su política de comunicación, y sus instrumentos y procedimientos de política monetaria. Asimismo, se analiza la forma en la que la política monetaria ha ido reaccionando ante los cambios acaecidos en las condiciones económicas de la zona del euro y de su entorno exterior.

Palabras clave: política monetaria, Banco Central Europeo.

Abstract

The aim of this article is to review the performance of the ECB since its establishment, focusing on the analysis of the working of its strategy, its communication policy and its instruments and procedures of monetary policy. We also examine the way monetary policy has reacted to the changes that have taken place in the economic conditions of the euro zone and its external environment.

Key words: monetary policy, European Central Bank.

JEL classification: E52, E58.

LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA

Fernando RESTOY (*)

Banco de España

...in a free country, with an enlightened legislature, money, under the requisite checks of convertibility at the will of the holder, might be safely lodged in the hands of commissioners appointed for that special purpose, and they might be made totally independent of the control of ministers.

David Ricardo, 1817

I. INTRODUCCIÓN

CON la introducción de los billetes y monedas denominados en euros, tres años después de haberse adoptado una moneda y una política monetaria común—instrumentada por el Banco Central Europeo y el resto de los bancos centrales nacionales que conforman el Eurosistema— se ha culminado un proyecto con repercusiones económicas y sociales de gran alcance.

Es indudable que la fuerza motriz determinante del proyecto de unión monetaria fue la convicción de que la profundización de la integración económica en Europa resultaba incompatible con el mantenimiento de tipos de cambio modificables, ya sea a voluntad de las autoridades nacionales o a consecuencia de la acción de los otros agentes participantes en los mercados cambiarios.

Pero es evidente que la moneda única, al requerir por definición una política monetaria común, sólo ha podido llegar a ser una realidad en la medida en que los estados europeos han estado dispuestos a ceder su soberanía en esta materia y han podido acordar el estatus jurídico y

las normas que debían guiar la actuación de una autoridad monetaria única.

Es indudable que a ambas cosas ha contribuido el consenso creciente sobre los beneficios sociales derivados de la cesión de las competencias relativas al ejercicio de la política monetaria a instituciones independientes del gobierno. Este principio supone el reconocimiento de que el ciclo electoral genera una estructura de incentivos para las autoridades gubernamentales que dificulta la orientación de sus políticas al mantenimiento de la estabilidad de precios. En la medida en que, con el fin de maximizar el bienestar social, se acepte la conveniencia de crear una autoridad monetaria autónoma, resulta menos costoso en términos políticos ceder la gestión de la política monetaria a un organismo multinacional que otras competencias más genuinamente ligadas a la acción discrecional de los gobiernos nacionales.

No resulta, por ello, nada sorprendente que, a pesar de las dificultades que ha supuesto su culminación, el proceso de unión monetaria haya representado, posiblemente, el avance más significativo del proceso de construcción europea desde su inicio hace ya casi medio siglo.

Desde una perspectiva más general, la unión monetaria ha modificado el sistema financiero internacional al hacer emerger un área monetaria integrada de un tamaño comparable al de Estados Unidos y superior al de Japón, lo que ha alterado las pautas de inversión y financiación de los agentes, y ocasiona-

do una reorganización de la actividad financiera global.

De este modo, la relevancia política del proceso de unión monetaria en Europa, junto con las implicaciones para las economías de los países participantes derivadas de la sustitución de las monedas nacionales por el euro y los cambios que ha llevado aparejado en los mercados financieros internacionales, ha propiciado que las actuaciones del Banco Central Europeo (1) hayan sido seguidas con un extraordinario celo por la opinión pública especializada, desde el mismo momento de la constitución de la nueva autoridad monetaria, hace ahora casi cuatro años.

El objetivo de este artículo es pasar revista a la política monetaria del BCE desde su creación, centrándose en el análisis del funcionamiento de su modelo estratégico y operativo, pero prestando asimismo atención a la forma en que ha reaccionado ante los cambios acaecidos en las condiciones económicas en la zona del euro y en su entorno exterior. Así, en el segundo apartado se revisa la estrategia de política monetaria del BCE y su política de comunicación; en el tercero, se analiza el funcionamiento de los instrumentos y procedimientos operativos; en el cuarto, se comentan las decisiones de tipos de interés adoptadas. Finalmente, en el quinto apartado, se ofrecen algunas conclusiones.

II. LA ESTRATEGIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

1. Función de reacción y estrategia de política monetaria

Las reformas institucionales acometidas en todo el mundo para dotar a las autoridades monetarias de un grado elevado de autonomía

funcional, y la asignación a éstas de mandatos, más o menos explícitos, para que dirijan sus actuaciones al mantenimiento de la estabilidad de precios, han tendido a provocar una cierta convergencia de los conjuntos de información relevantes y los esquemas de análisis que sustentan la toma de decisiones de los distintos bancos centrales. En la medida en que el logro sostenido de una inflación reducida constituya el objetivo prioritario de un banco central, su función de reacción sólo puede tener como argumento principal una combinación de indicadores que recojan las perspectivas sobre la evolución de los precios al horizonte que se considere relevante.

Por lo tanto, las discrepancias entre los esquemas estratégicos de los bancos centrales de los países más avanzados no radica tanto en los factores que determinan sus decisiones como en la forma en que estructuran el análisis de la situación y las perspectivas económicas, y sobre todo en el modo en que explican sus decisiones al conjunto de la opinión pública. Es sólo en este marco donde tiene sentido comparar las estrategias de objetivos directos de inflación (como la seguida en la actualidad por el Banco de Inglaterra), la del seguimiento de objetivos intermedios sobre la cantidad de dinero (como la empleada por el Bundesbank con anterioridad al comienzo de la UEM), o la más flexible y carente de objetivos cuantitativos intermedios o finales (como la que emplea la Reserva Federal de Estados Unidos).

El BCE ha optado por una estrategia relativamente ecléctica, cuya pieza central es la concreción de su definición del concepto de estabilidad de precios: «...un incremento anual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para el área del euro inferior al 2 por 100», que debe verificarse en el medio plazo. La existencia de esta referencia cuantitativa para su objetivo

prioritario aproxima, en alguna medida, la estrategia del BCE a la de los bancos centrales que han adoptado objetivos directos sobre la tasa de inflación. No obstante, al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno ha establecido un valor de referencia para un agregado monetario, M3, que intenta que «resulte consistente con —y sirva para alcanzar— la estabilidad de precios» (BCE, 1998 a y b). Por último, el máximo órgano del BCE ha señalado que en su análisis de las perspectivas de inflación otorgaría un lugar destacado a «la valoración basada en un conjunto amplio de información de las perspectivas sobre la evolución de los precios». Estos dos últimos elementos son los que conforman los llamados dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE, según la terminología acuñada en un artículo de su *Boletín Mensual*, publicado en enero de 1999.

Este marco estratégico, consistentemente utilizado en los análisis publicados y en las explicaciones ofrecidas de las decisiones del Consejo de Gobierno, ha sido objeto, desde su establecimiento, de críticas provenientes tanto de los analistas de los mercados como de la comunidad académica (Buitier, 1999, y Svensson, 1999). En general, se ha argumentado que, para un banco central que tiene adecuadamente definido un objetivo en términos de la tasa de inflación, resulta innecesario, y en ocasiones confuso, establecer referencias intermedias sobre una variable concreta, excepto en el caso, improbable, de que ésta sea capaz de resumir adecuadamente toda la información relevante para evaluar las perspectivas inflacionistas.

Estas críticas, sin embargo, han tendido a infravalorar algunas de las principales razones que han llevado al BCE a asignar un cierto papel privilegiado a los agregados monetarios dentro de una estrategia conducente a la estabilidad de precios. En primer lugar, desde el

punto de vista técnico, la evidencia empírica disponible (Coenen y Vega 1999; Brand y Cassola, 2000; Calza, Gerdermeier y Levy, 2001) tiende a confirmar la existencia de relaciones estables a largo plazo entre los agregados monetarios, la renta, los precios y los tipos de interés, que resultan especialmente valiosas en un contexto en el que la propia creación de la UEM ha supuesto un cambio estructural que ha deteriorado el comportamiento empírico de numerosas relaciones entre variables económicas estimadas con datos históricos. Además, algunos estudios econométricos muestran que determinados agregados monetarios tienen un comportamiento aceptable como indicadores adelantados de la inflación a los horizontes relevantes para la toma de decisiones de política monetaria (Nicoletti-Altimari, 2001; Trecocci y Vega, 2000). Estas propiedades justifican, al menos, el seguimiento pormenorizado de la evolución de los agregados monetarios en el caso del Eurosistema; una práctica seguida, incluso, por los bancos centrales que han mantenido objetivos directos de inflación. Así, resulta significativo que el Banco de España, en el período previo al ingreso en la UEM y, singularmente, el Banco de Inglaterra, hasta mayo de 1997, publicaran referencias —mediante valores específicos, en el primer caso, y rangos en el segundo— sobre uno o varios agregados monetarios.

En segundo lugar, aunque este argumento sea cada vez menos relevante, no deben minusvalorarse los beneficios asociados a la existencia de una cierta continuidad con la estrategia seguida por el banco central del país con mayor tamaño y más amplia tradición de estabilidad macroeconómica de los que ahora forman la UEM. Dada la ausencia de un registro histórico que pudiese avalar la reputación del BCE, el incompleto instrumental analítico y estadístico con el que és-

te se encontraba al comienzo de la tercera etapa de la UEM y, lógicamente, la incertidumbre reinante sobre la capacidad explicativa de modelos estimados con datos generados bajo un régimen institucional distinto, la utilización de esquemas estratégicos novedosos para la opinión pública, e insuficientemente apoyados en análisis rigurosos, hubiera resultado muy arriesgada para una institución que precisaba dotarse pronto de credibilidad.

Por tanto, la estrategia seguida, combinando una cuantificación de su objetivo prioritario con la asignación de un papel relevante a los indicadores monetarios dentro del conjunto amplio de información manejado, no sólo resulta, en gran medida, avalada por los estudios econométricos disponibles, sino que, además, logró evitar en el momento de su instauración una ruptura brusca con el marco de análisis utilizado, de modo exitoso, por el banco central que más prestigio acumulaba cuando se formó el Eurosistema.

Ahora bien, no puede negarse que el modelo estratégico del Eurosistema, al renunciar a explicitar los pesos relativos asignados a la información monetaria y a la contenida en el resto de indicadores, a la hora de evaluar las perspectivas inflacionistas, conduce a un esquema de comunicación con el público algo complejo.

Por otra parte, es indudable que el propio desarrollo de los mercados financieros, sometidos a procesos intensos de innovación y globalización, dificulta cada vez en mayor medida la definición del sector emisor de dinero (2) y la delimitación de los instrumentos que deben ser considerados activos líquidos susceptibles de anticipar decisiones de gasto. De este modo, la definición del agregado de referencia está necesariamente sujeta a una serie de decisiones parcialmente convencionales, por lo que los desplazamien-

tos financieros en el margen pueden ser muy intensos.

Todo ello obliga, por un lado, a evitar interpretaciones mecanicistas de las desviaciones de M3 respecto al valor de referencia —que tan sólo marca un crecimiento normativo a medio plazo— en términos de riesgos para la estabilidad de precios; y, por otro, a considerar la evolución de M3 como un elemento más de la información monetaria relevante dentro del primer pilar. De hecho, existe evidencia de que otros indicadores, como los agregados monetarios más estrechos, el crédito al sector privado y los llamados *money gaps*, pueden contener poder informativo adelantado superior al de M3 (Nicoletti-Altimari, 2001).

En este sentido, aunque no siempre se ha percibido de esta manera, el Consejo de Gobierno del BCE ha dado muestras evidentes de la flexibilidad con la que interpreta la evolución monetaria al modificar el tono de su política monetaria en numerosas ocasiones, y singularmente en los últimos meses, en sentido contrario al que podría sugerir la comparación mecánica entre la tasa de crecimiento de M3 y el valor de referencia establecido para ella. Del mismo modo, resulta saludable comprobar el peso creciente que el BCE viene asignando a indicadores monetarios complementarios a M3 en los informes trimestrales que publica en su *Boletín Mensual*. Podría ser conveniente que, además, realizara en el futuro una explotación más frecuente de los indicadores que combinan información real y monetaria (BCE, 2001).

2. La política de comunicación

A menudo, se ha presentado la necesidad de un grado adecuado de transparencia por parte de los bancos centrales, en lo que se refiere a sus análisis y decisiones, como una contrapartida lógica de su esta-

tus de independencia del poder político en el ejercicio de la política monetaria. Así, con el objeto de asegurar una adecuada rendición de cuentas ante los ciudadanos por parte del BCE, el Tratado de la Unión Europea y el Estatuto del SEBC/BCE (3) señalan la obligación del banco central de enviar un informe anual al Parlamento Europeo, al Consejo y a la Comisión e informar trimestralmente de sus actividades. Además, el BCE tiene la obligación de publicar, con carácter semanal, el balance consolidado del Eurosistema, y los miembros de su Comité Ejecutivo deben comparecer ante el Parlamento Europeo a petición propia o de los miembros de los comités parlamentarios correspondientes. Asimismo, el presidente del Consejo (ECOFIN) puede asistir a las reuniones del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.

Pero la existencia de una adecuada comunicación entre los responsables de la política monetaria común y la opinión pública de la zona del euro no es sólo una exigencia legal, sino también un requisito imprescindible para la efectividad de las actuaciones del banco central. Debe tenerse en cuenta, en este sentido, que el mecanismo de transmisión de la política monetaria transcurre, de manera muy significativa, a través de las expectativas de los agentes sobre las variables económicas relevantes. De este modo, resulta del máximo interés para la autoridad monetaria acompañar sus acciones de análisis y explicaciones convincentes, que permitan al público entender su comportamiento y, de este modo, propiciar el ajuste de sus expectativas de un modo coherente con el objetivo del banco central.

Es ésta la razón por la que, además de los requisitos mínimos establecidos en el Tratado y el Estatuto, el BCE ha introducido una serie de elementos adicionales de comunicación, que incluyen la publicación

de un boletín mensual donde se ofrece un análisis de la situación económica; la emisión regular de notas de prensa después de las reuniones del Consejo de Gobierno, donde se exponen los principales acuerdos y, en su caso, se explican las decisiones de política monetaria adoptadas (4), y la celebración de, al menos, una rueda de prensa mensual cuya transcripción completa publica el propio BCE. Además, desde diciembre de 1999, el BCE publica proyecciones sobre la inflación y otras variables macroeconómicas. Finalmente, los miembros del Consejo de Gobierno mantienen una presencia pública relativamente frecuente, en la que, a menudo, ofrecen detalles sobre su evaluación colectiva de la situación económica y de las perspectivas inflacionistas.

Todos estos canales de información han permitido al BCE convertirse, en contra de lo que en ocasiones se ha defendido, en uno de los bancos centrales más transparentes del mundo, claramente por encima de aquellos que, en el pasado reciente, han adquirido gran reputación por la efectividad de su política de comunicación (CEPR, 2001).

Ahora bien, aunque puede ser comprensible el interés de los medios de comunicación por obtener el mayor volumen posible de información por parte de la autoridad monetaria, la teoría económica y la experiencia de los bancos centrales que más éxitos han logrado en el mantenimiento de tasas de inflación reducidas proporcionan argumentos que permiten afirmar que el grado de transparencia que maximiza el bienestar social no es infinito (Faust y Svensson, 1998). Al contrario, parece poco cuestionable que la calidad de la información es más relevante que la cantidad y que, en ocasiones, un exceso de la segunda pueda dañar la primera. Así, resulta evidente que la transmisión automática de toda la infor-

mación disponible y de los detalles de cualquier deliberación interna —por atractivo que resulte para los medios periodísticos— podría generar confusión e incluso inestabilidad en los mercados, dificultando la transmisión eficaz por parte del banco central de los mensajes auténticamente relevantes.

En este sentido, las demandas expresadas en el pasado de que el BCE publicase las actas de las reuniones de su Consejo de Gobierno o los registros de votaciones de sus miembros no sólo tienden a exagerar su valor añadido informativo, teniendo en cuenta los mecanismos ya disponibles de comunicación, sino también a infraestimar sus posibles efectos negativos sobre el buen funcionamiento del Consejo y de la propia política de comunicación.

De este modo, la disponibilidad de comunicados públicos después de cada deliberación de política monetaria, junto con las ruedas de prensa que celebran el presidente y el vicepresidente, aparecen, conjuntamente, como un sustituto cercano de la publicación de una versión editada de las actas del Consejo de Gobierno, en línea con la práctica de otros bancos centrales. Por otra parte, teniendo en cuenta el marco institucional de la UEM, la publicación de los registros de votaciones del Consejo de Gobierno del BCE —donde participan los gobernadores de los doce bancos centrales nacionales que, junto al BCE, componen el Eurosistema— podría generar incentivos que dificultaran la orientación del posicionamiento de los distintos miembros del Consejo a las necesidades del conjunto de la zona del euro, tal y como cada uno de ellos las perciba.

No obstante, es lógico que, habida cuenta del corto período transcurrido desde el comienzo de las actividades del Banco Central Europeo, su sistema de comunicación

no haya alcanzado todavía su rendimiento óptimo y que exista un cierto margen para perfeccionar los canales de información disponibles.

En este sentido, podría ser conveniente estudiar si la frecuencia actual de las comparecencias públicas de los miembros del Consejo de Gobierno y de las ruedas de prensa regulares del presidente —una práctica no seguida por ningún otro de los bancos centrales más importantes— ofrece los resultados deseados en términos de facilitar la transmisión nítida de los mensajes de la autoridad monetaria, o si, por el contrario, podría ser deseable para el BCE una menor presencia pública de los consejeros comentando el tono de la política monetaria y, en cambio, extender algo más el contenido de las notas de prensa que emite el Consejo de Gobierno. En todo caso, no puede negarse que, teniendo en cuenta la complejidad institucional de la Unión Monetaria, el BCE ha ido logrando transmitir sus análisis y explicar sus decisiones con una eficacia creciente y que los miembros de su órgano principal de gobierno han mantenido, en general, una imagen de cohesión interna claramente satisfactoria.

III. LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Los elementos estratégicos y la política de comunicación han sido, junto con las propias acciones de política monetaria, los aspectos de la actuación del Banco Central Europeo que más debate han generado desde su creación. Sin embargo, la eficacia de las acciones de un banco central depende crucialmente de la existencia de un conjunto de instrumentos y procedimientos operativos que le permita afectar, con la suficiente precisión, a las variables económicas relevantes.

La forma en la que la política monetaria actúa sobre la economía es, en primera instancia, a través de la capacidad que tienen los bancos centrales de influir sobre las condiciones de oferta y demanda en el mercado de reservas bancarias. Explotando esta capacidad, pueden inducir variaciones en los tipos de interés en los mercados monetarios que se transmiten, a lo largo de la curva de rendimientos, hacia los tipos relevantes para las decisiones de consumo e inversión de los distintos agentes.

El Eurosistema anunció en octubre de 1998 que su objetivo operativo sería el tipo de interés a corto plazo en el mercado interbancario del euro. Los instrumentos y procedimientos de política monetaria están encaminados, por lo tanto, a lograr que el grado de control de las autoridades sobre la evolución de este tipo de interés sea suficiente para reducir al mínimo posible las fluctuaciones no deseadas. Pero, además de este objetivo, el marco operativo adoptado pretende facilitar la ejecución descentralizada de las operaciones a través de los BCN, mantener un cierto grado de continuidad con las prácticas vigentes con anterioridad al comienzo de la Unión Monetaria, garantizar un tratamiento similar de las instituciones de crédito con independencia de su localización y, muy destacadamente, asegurar su compatibilidad con el funcionamiento adecuado y las prácticas del mercado.

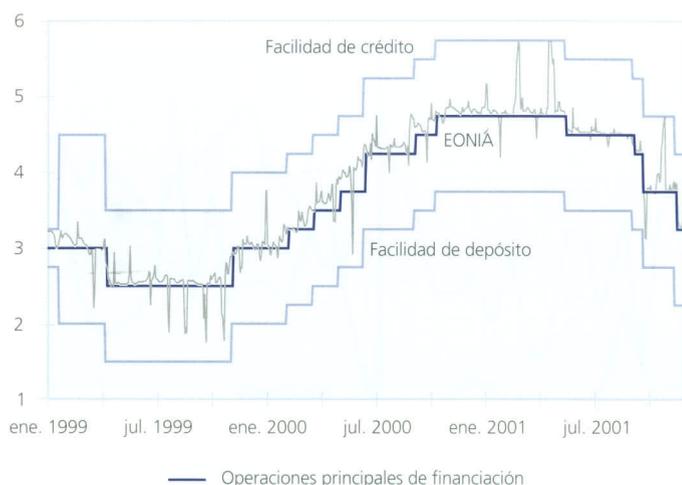
Estos objetivos llevaron a la adopción de un esquema de gestión de la liquidez del sistema basado en la celebración de subastas de activos de caja con periodicidad semanal, en las que se inyecta el grueso de la liquidez requerida por el sistema bancario del área del euro al tipo de interés deseado por el Eurosistema a través de un procedimiento que involucra a un gran número de entidades de crédito del área del euro y a la totalidad de los bancos centra-

les nacionales de los estados miembros (5). Asimismo, las entidades tienen acceso a dos facilidades permanentes —una de crédito y otra de depósito— a tipos de interés penalizadores que forman un pasillo (en este momento de dos puntos porcentuales) dentro del cual debe oscilar, en condiciones normales, el tipo de mercado a un día. En el caso en el que se produzcan desviaciones del tipo de mercado respecto al objetivo del Eurosistema, éste tiene la posibilidad de realizar intervenciones ad hoc de inyección o drenaje de liquidez (*fine-tuning*) para corregirlas. Con objeto de limitar las fluctuaciones del tipo de mercado entre las subastas regulares, se ha instaurado un sistema de coeficiente de caja que obliga a las entidades de crédito a mantener, en promedio diario a lo largo de un mes, un saldo mínimo en sus cuentas de tesorería con el banco central equivalente al 2 por 100 de una parte de sus pasivos. Estos depósitos obligatorios están remunerados al tipo de la subasta semanal.

Hasta la fecha, el marco operativo puesto en práctica se ha mostrado capaz de garantizar el cumplimiento de sus objetivos principales. En particular, salvo en momentos concretos, el tipo de mercado EONIA(6) se ha situado, en general, en niveles próximos al de la subasta semanal, observándose, normalmente, desviaciones algo mayores, tan sólo, al final de los períodos de mantenimiento del coeficiente de caja (ver gráfico 1). Esto ha permitido que el Eurosistema, al contrario de lo que sucede en el caso de otros bancos centrales, haya podido evitar la realización de intervenciones frecuentes para regular la liquidez mediante operaciones de ajuste.

Por otra parte, el mercado monetario del área ha funcionado de modo satisfactorio, no registrándose diferencias sistemáticas significativas entre los tipos de las ope-

GRÁFICO 1
TIPOS DE INTERÉS DEL BCE
(En porcentaje)



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

raciones cruzadas entre entidades localizadas en distintos países. Asimismo, el mercado ha sido capaz de redistribuir, con pocas fricciones, la liquidez disponible, registrándose, en general, un escaso recurso a las facilidades permanentes, que se ha concentrado, normalmente, en los días anteriores al final de los períodos de cumplimiento del coeficiente de caja. Sin duda alguna, este resultado es en gran parte atribuible a la disponibilidad de sistemas de pagos transfronterizos eficientes y, en particular, al sistema TARGET, que ha permitido la compensación de la mayor parte de las operaciones interbancarias transfronterizas de elevado volumen en tiempo real con gran seguridad y fluidez.

La forma en la que el Eurosistema condujo, hasta junio de 2000, las subastas correspondientes a su operación principal de financiación ocasionó algunos problemas para sus mecanismos de gestión de la liquidez, que fueron posteriormente resueltos. Al comienzo de la Unión

Monetaria, la liquidez se asignaba mediante subastas a un tipo fijo preanunciado. En la medida en que la cantidad solicitada a este tipo por las entidades bancarias excedía a la que se consideraba compatible con la estabilidad del tipo de interés objetivo, el BCE aplicaba prorrateos, asignando a cada entidad tan sólo una proporción del volumen demandado. La tendencia del tipo de mercado a mantenerse por encima del tipo de las subastas, unida a las expectativas de subida de este último, que prevalecieron en gran parte del período de aplicación de esta modalidad de subastas, llevó a los bancos a demandar una cantidad de liquidez cada vez más elevada, por encima de sus necesidades reales. Esto indujo al Eurosistema a rebajar progresivamente las ratios de prorrateo y, así, a incentivar indirectamente peticiones todavía superiores en las subastas siguientes, generando un círculo vicioso claramente perturbador, que llevó las tasas de prorrateo a niveles inferiores al 1 por 100 del total solicitado.

La fuerte intensidad y la volatilidad del racionamiento aplicado resultaban particularmente penalizadoras para aquellas entidades que estaban en peores condiciones para solicitar grandes cantidades de liquidez por no poseer suficientes activos de garantía, puesto que una ratio de prorrateo superior a la prevista les hubiera podido ocasionar una sanción, en caso de no haber podido colateralizar la totalidad del volumen adjudicado. Esto les situaba en una posición desfavorable para abastecerse en el mercado primario de liquidez y les obligaba a acudir, en una proporción mayor de la deseada, al mercado interbancario del euro.

Esta situación varió radicalmente a partir de junio del año 2000, cuando se anunció el cambio en el tipo de subastas. A partir de ese momento, el Eurosistema aplicó un sistema de subastas a tipo variable con un tipo mínimo preanunciado. Con este sistema —similar en algunos aspectos al empleado por el Banco de España con anterioridad al comienzo de la UEM—, las entidades pueden pujar por cantidades a cualquier tipo de interés superior al mínimo, debiendo abonar al banco central el tipo de interés pujado a cada cantidad adjudicada. Este cambio de sistema, al penalizar eficazmente las «sobrepujas», ha permitido estabilizar las ratios de prorrateo, ahora aplicadas sólo a las cantidades solicitadas al tipo de interés marginal, facilitando una gestión de tesorería más eficiente por parte de las entidades y una mejor ordenación de la liquidez del sistema por parte del Banco Central Europeo.

De hecho, el prorrateo medio aplicado en el período desde junio de 2000 hasta noviembre de 2001 ha sido del 64,5 por 100, mientras que en el período de subastas a tipo fijo se situó en el 8,2 por 100. Además, en contra de algunos temores iniciales, la sustitución de un tipo fi-

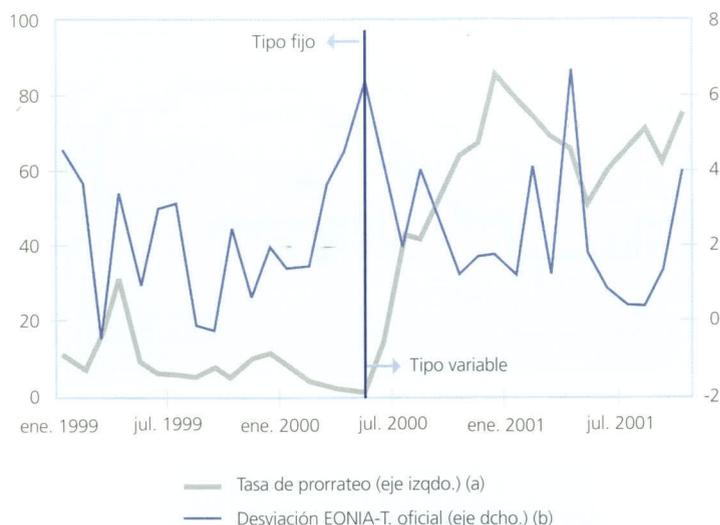
jo por un tipo mínimo de puja no ha debilitado la capacidad de señalización de la política monetaria. En este sentido, como se aprecia en el gráfico 2, la desviación absoluta media entre el tipo señalizador —el tipo fijo de la subasta hasta el cambio de sistema, y el tipo mínimo de puja desde entonces—, y el del mercado a un día (EONIA) no ha experimentado ningún aumento apreciable desde el cambio del procedimiento de ejecución de las subastas (7).

Es cierto, no obstante, que tanto antes como después de la introducción del sistema de subastas a tipo variable se han producido, en determinadas ocasiones, discrepancias significativas entre el tipo de las operaciones principales de financiación y el de mercado, aun en días distintos a los inmediatamente anteriores a la fecha límite de cumplimiento del coeficiente de caja, normalmente coincidiendo con períodos en los que prevalecían expectativas de cambios en los tipos de interés oficiales. Si las entidades esperan, por ejemplo, una reducción del coste de la liquidez en la última parte del período de cumplimiento del coeficiente de reservas mínimas, intentarán, lógicamente, posponer hasta ese momento su recurso al mercado o al banco central para obtener la liquidez requerida para cumplir el coeficiente, propiciando, así, la reducción de los tipos de mercado en las primeras semanas del período de cómputo, que tenderán a situarse por debajo del tipo oficial vigente. De este modo, los tipos de mercado se ven afectados por las expectativas de variación de los tipos oficiales, resultando, lógicamente, más volátiles cuanto más intensas sean las especulaciones sobre posibles cambios en el tono de la política monetaria.

De este modo, resulta probable que la estabilidad de los tipos de mercado —ya de por sí, en general, satisfactoria— se vea reforzada por

GRÁFICO 2
RACIONAMIENTO Y SEÑALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA
CON DIFERENTES TIPOS DE SUBASTAS

(En porcentaje)



(a) Volumen adjudicado / volumen solicitado.

(b) Diferencia entre el tipo EONIA y el tipo fijo de la subasta semanal hasta junio de 2000 y el tipo mínimo de puja desde ese momento (en porcentaje del tipo oficial).

Fuente: BCE.

la reciente decisión del Consejo de Gobierno del BCE de instrumentar, como regla general, variaciones de los tipos oficiales tan sólo en la primera reunión de las que celebra cada mes. En la medida en que desaparezcan las apuestas sobre posibles cambios en los tipos en la segunda de las reuniones del mes, los tipos de interés de mercado tenderán a alinearse, entre la primera reunión y el final del período de mantenimiento vigente en ese momento, con el tipo oficial acordado en aquélla. Naturalmente, dependiendo del calendario de reuniones, permanece la posibilidad de que se produzca una cierta volatilidad en los tipos de mercado entre el comienzo del período de mantenimiento y la primera reunión del mes, en el caso de que se generen expectativas de variación de los tipos oficiales en ese momento.

Como balance general, resulta poco cuestionable que la conduc-

ción de la política monetaria en los meses transcurridos desde 1999 ha permitido alcanzar un elevado grado de eficacia en el control del objetivo operativo, a través de operaciones exclusivamente ejecutadas por procedimientos descentralizados, sobre la base de una presencia poco frecuente del banco central en el mercado, y empleando instrumentos que tienden a favorecer el buen funcionamiento y la integración de los distintos segmentos nacionales del mercado del euro.

IV. LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

La vida del Banco Central Europeo ha transcurrido entre dos momentos críticos para la economía mundial: la crisis de los mercados emergentes, cuyos efectos contractivos sobre la economía de la zona del euro se dejaban sentir en el mo-

mento del comienzo de las actividades de la nueva autoridad monetaria en Europa, y la crisis provocada por los ataques terroristas a EE.UU. en septiembre de 2001 y el posterior conflicto bélico. El tiempo transcurrido entre ambos episodios ha venido marcado, desde el punto de vista de las acciones de política monetaria, por el fuerte incremento de las cotizaciones del barril de petróleo en los mercados internacionales a partir de marzo de 1999, la intensa expansión económica en EE.UU. y su drástica interrupción a finales del año 2000, y la pronunciada depreciación del tipo de cambio del euro, desde su introducción, desmintiendo las expectativas de la mayoría de los analistas y las predicciones de la mayor parte de los modelos disponibles de determinación del tipo de cambio «fundamental» o de equilibrio.

En el área del euro, la actuación del BCE ha venido acompañada de avances significativos en el terreno de la consolidación fiscal en la mayor parte de los estados miembros —parcialmente interrumpidos en el último año—, y también, aunque más modestos, en el área de la reforma de los mercados de bienes y trabajo.

En este contexto, los tipos de interés del BCE han oscilado en un intervalo algo superior a los dos puntos porcentuales, siguiendo una pauta determinada por los cambios acaecidos en el escenario económico relevante. Así, los efectos de las crisis del Sudeste Asiático, Rusia y Latinoamérica sobre la actividad en el área del euro, junto con el mantenimiento de tasas de inflación muy reducidas a comienzos de 1999, favorecidas por la moderación del precio del petróleo, propiciaron la relajación de la política monetaria del BCE, que, en abril de ese año, llegó a situar el tipo de sus operaciones principales de financiación en el 2,5 por 100.

El fuerte repunte del precio del crudo, y su gradual transmisión al componente energético del IAPC y a los costes de producción del resto de los bienes y servicios, unido al fortalecimiento de la demanda interna y el progresivo debilitamiento del euro, cambiaron el panorama, al aparecer riesgos inflacionistas cada vez más evidentes. De este modo, el BCE inició, en noviembre de 1999, un ciclo alcista en sus tipos de interés de intervención que finalizó casi año y medio después, cuando, situado el tipo de las operaciones principales de financiación en el 4,75 por 100, empezaron a vislumbrarse los efectos contractivos sobre el área del euro de la marcada desaceleración de la economía norteamericana. En un contexto donde, por su parte, la inflación parecía iniciar una tendencia a la baja apoyada en la contención de los precios petrolíferos y de las demandas salariales, el BCE redujo, entre mayo y finales de agosto de 2001, sus tipos de interés en medio punto porcentual.

El ataque terrorista del 11 de septiembre provocó una actuación rápida y contundente por parte del BCE, que, como la Reserva Federal y otros bancos centrales, acometió inmediatamente medidas extraordinarias tendentes a asegurar el funcionamiento ordenado de los mercados monetarios. Asimismo, la previsión de los efectos negativos de los atentados sobre la actividad económica global y sobre la confianza de los consumidores e inversores del área del euro, que se confirmaron con los datos aparecidos entre septiembre y octubre, propició reducciones adicionales del tipo de las operaciones principales de financiación, que a principios de noviembre de 2001 se situaba en el 3,25 por 100.

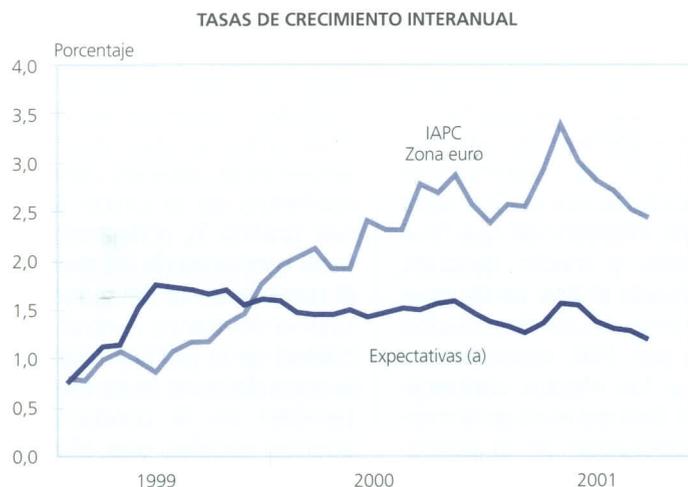
Esta trayectoria es, en sí misma, expresión de la capacidad del BCE para adaptar con agilidad el tono de su política a las variaciones re-

gistradas en los factores condicionantes de la evolución de los precios, de forma coherente con su objetivo prioritario. En este sentido, resulta significativo que, a pesar del fuerte aumento de los precios observados en los últimos tres años, las expectativas de inflación, medidas a partir de los indicadores financieros, se hayan mantenido relativamente estables desde casi el comienzo de la Unión Monetaria (ver gráfico 3), reflejando una elevada confianza de los mercados en el cumplimiento del mandato estatutario del banco central. La credibilidad de la política monetaria en la zona del euro se ha manifestado también en la conducta de los agentes sociales, que, al incorporar en sus demandas salariales un escenario de estabilidad de precios, ha permitido el mantenimiento de la moderación de los costes del trabajo en todo el período, a pesar de los repuntes de los precios ocasionados por el encarecimiento de la energía y las crisis ganaderas. Ello ha facilitado considerablemente la actuación del BCE, al reducir de modo notorio la persistencia de los efectos inflacionistas de las perturbaciones de oferta mencionadas.

No obstante, las acciones de política monetaria del Eurosistema están lejos de reflejar, como algunos analistas han comentado, un exceso de celo en el cumplimiento del objetivo prioritario —la estabilidad de precios— a costa del mantenimiento de una política monetaria injustificadamente restrictiva.

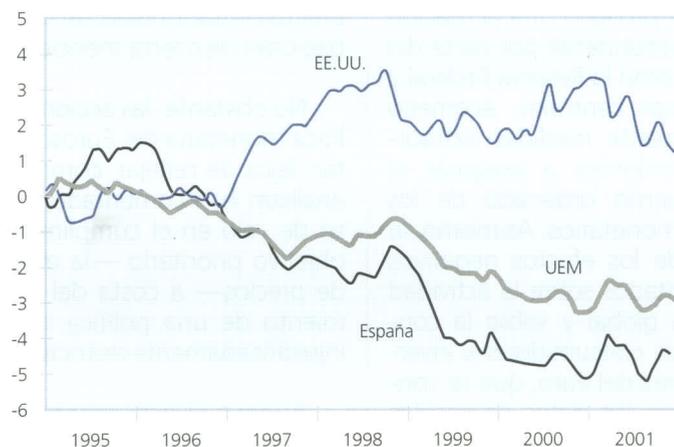
Aunque el instrumental disponible para evaluar el tono de la política monetaria es imperfecto, los indicadores más frecuentemente utilizados resultan ilustrativos sobre la forma en la que la política del BCE ha incidido sobre las condiciones económicas. En el gráfico 4, se presenta un índice de condiciones monetarias —calculado como una media del tipo de interés y el tipo de cambio reales, ponderada según la

GRÁFICO 3
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y EVOLUCIÓN OBSERVADA



(a) Obtenidas a partir de la medida *break-even inflation* a largo plazo que proporcionan los bonos indexados emitidos por el Gobierno francés a 10 años.
Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

GRÁFICO 4
ÍNDICES DE CONDICIONES MONETARIAS
Enero 1995 = 0



Nota: Media ponderada del tipo de interés real a corto plazo y el tipo de cambio efectivo real. Ponderaciones basadas en las elasticidades-gasto del modelo NIGEM.
Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

contribución de ambas variables a la evolución de la demanda interna— para EE.UU., la UEM y España. Como se observa, mientras que en EE.UU. las condiciones monetarias se

han mantenido desde 1999, de forma estable, en niveles muy superiores a los prevalecientes con anterioridad, en el caso de la zona del euro, éstas se han hecho progresi-

vamente más laxas, alcanzando valores muy inferiores a los vigentes en el período previo al comienzo de la Unión Monetaria.

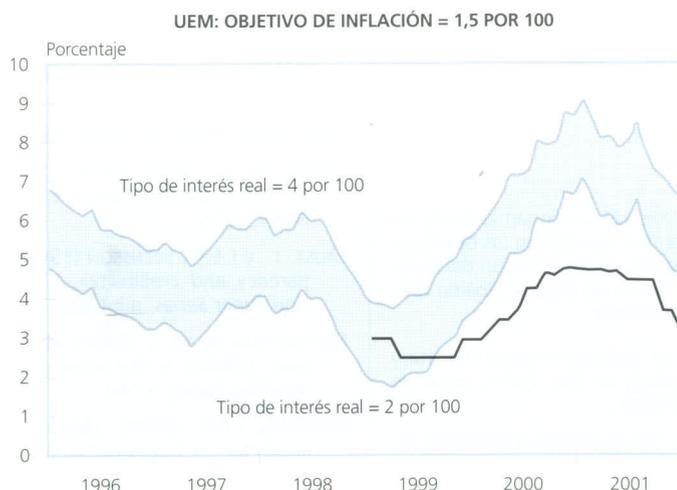
Las conclusiones no difieren sustancialmente si se acude a la llamada regla de Taylor (ver gráfico 5), que intenta representar la evolución del tipo de interés que resultaría coherente con la inflación y el *output-gap* observados si el BCE se comportase siguiendo una norma que, empíricamente, parece aproximar las políticas seguidas por otros bancos centrales que han logrado mantener tasas de inflación reducidas (Taylor, 1999). De nuevo, aunque la interpretación de una herramienta tan limitada como ésta debe ser, lógicamente, cautelosa, resulta significativo que los tipos de interés del BCE se hayan situado claramente por debajo de la pauta estimada, sugiriendo que el tono de la política monetaria puede calificarse de relativamente acomodaticio si se tienen en cuenta las condiciones cíclicas y la inflación prevalecientes.

Esta evidencia es, además, coherente con el reducido nivel, en relación con su evolución histórica, de los tipos de interés activos de los bancos y con la evolución de los agregados monetarios y crediticios, que han registrado, de forma persistente, tasas de crecimiento elevadas desde 1999. Por ello, no resulta en absoluto fácil justificar un presunto sesgo restrictivo de la política monetaria seguida por el BCE. Antes al contrario, la zona del euro ha dispuesto de condiciones financieras muy favorables para el desarrollo de la actividad económica, siendo claramente expansivas en aquellos países que, como el nuestro, han mantenido una posición cíclica más avanzada que el conjunto de la zona del área y una inflación superior.

V. CONCLUSIONES

Cuando una institución ocupa, como el BCE, un lugar muy destaca-

GRÁFICO 5
TIPO DE INTERVENCIÓN Y REGLA DE TAYLOR



Nota: Las bandas corresponden a la aplicación de la ecuación original de Taylor (1999): $i_t = r^* + \pi^* + 1,5 (\pi_{t-1} - \pi^*) + 0,5 (y_{t-1} - y^*)$, donde r^* es el tipo de interés real a largo plazo, π_t e y_t son inflación y *output* observados, π^* es el objetivo de inflación e y^* es el *output* tendencial.

Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

do en el proceso de construcción europea, goza de gran autonomía del poder político y ejerce una capacidad de influencia sustancial sobre la evolución de los mercados financieros y sobre las decisiones de un gran número de agentes económicos, resulta casi inevitable que su actuación sea seguida con una gran minuciosidad por parte de la opinión pública y que el nivel de exigencia con el que se la juzga sea muy elevado.

Sin duda alguna, de este intenso escrutinio público es posible extraer conclusiones útiles que pueden contribuir a perfeccionar aspectos como los mecanismos de análisis para la toma de decisiones, los canales de comunicación abiertos con los mercados y el conjunto de los ciudadanos, y el marco operativo empleado en la instrumentación de la política monetaria. De hecho, a partir de la continua evaluación, en el seno del Eurosistema, de los métodos y procedimientos empleados, se han refinado algunos aspectos,

procediendo, como se ha señalado, al progresivo enriquecimiento del análisis económico efectuado en las publicaciones regulares, al logro de una mayor nitidez de los mensajes y señales de política monetaria, y al cambio del sistema de subastas de liquidez, instaurando uno mucho más eficiente.

Pero sería injusto que la detección de imperfecciones, en gran medida inevitables en una institución joven que debe desarrollar una función compleja, llevara a perder la perspectiva de lo hasta ahora alcanzado. La zona del euro dispone ya de una sola moneda, que contribuye de modo notorio a la integración económica de los países que la componen y resulta capaz de competir en un sistema monetario internacional cuya naturaleza ha cambiado de forma sustancial tras la introducción del euro. Además, cuenta con un banco central que se ha dotado de una estrategia bien definida y de un marco operativo eficaz y moderno.

Por último, ha logrado, en poco tiempo, disponer de una política monetaria común, con objetivos claros y creíbles para los mercados, que ha propiciado el logro de una apreciable estabilidad macroeconómica, y facilitado que la zona pueda sortear con relativo éxito los ya numerosos episodios de turbulencias internacionales que han acaecido desde el momento de la introducción del euro.

En el futuro próximo, es indudable que el BCE deberá hacer frente a una situación económica compleja. La conducción de la política monetaria no resulta fácil en un contexto donde prevalece gran incertidumbre acerca de la solidez de los indicios recientes de recuperación de la actividad, y donde la interdependencia entre las distintas áreas geográficas parece mayor que la incorporada en las herramientas disponibles de predicción.

Afortunadamente, la situación con la que la zona del euro afronta la actual etapa de debilidad de las condiciones económicas globales es menos desfavorable que en otras áreas, dado que a la estabilidad macroeconómica alcanzada se une la relativa solidez de la situación patrimonial de empresas y familias. Pero debe tenerse presente que Europa no se puede permitir que la desaceleración económica impulse políticas que supongan un retroceso en el terreno de la consolidación fiscal y, sobre todo, que supongan una ralentización de los programas de reforma de los mercados. Todo ello implicaría un deterioro apreciable de las expectativas de aumento del bienestar social en toda la zona del euro, que la unión monetaria generó y que la política monetaria no tiene, por sí misma, la capacidad de satisfacer.

NOTAS

(*) Agradezco los comentarios de Juan Ayuso, Ana Buisán, Juan Peñalosa y J. Vallés, y

la ayuda de José Antonio Cuenca. Este trabajo contiene opiniones estrictamente personales que no se corresponden, necesariamente, con las del Banco de España o el Eurosistema.

(1) Aunque resulte impreciso jurídicamente, por simplicidad, en este trabajo se utilizará indistintamente el término BCE y Eurosistema (formado por el BCE y los bancos centrales nacionales de los países participantes en la UEM) para denotar la autoridad monetaria en la zona del euro.

(2) De hecho, M3 tan sólo se compone de instrumentos emitidos por el sector de instituciones financieras y monetarias residentes en la zona del euro.

(3) Ver, sobre todo, el artículo 113(3) del Tratado y el 15 del Estatuto del SEBC/BCE.

(4) Desde octubre de 2001, el Consejo de Gobierno solo evalúa, como regla general, el tono de la política monetaria y, por lo tanto, modifica los tipos de interés en la primera reunión que celebra cada mes.

(5) El Eurosistema, por otra parte, celebra, además de la subasta semanal, otra con periodicidad mensual donde se concede una cantidad estable de liquidez en forma de créditos a tres meses a un tipo de interés que fija el propio mercado.

(6) Acrónimo de *Effective Overnight Index Average*, calculado como la media ponderada de los tipos de interés de las operaciones a un día cruzadas por una muestra estable de bancos. En la actualidad, esta muestra está constituida por 57 bancos.

(7) Ver AYUSO (2000) para un análisis más detallado de esta cuestión.

BIBLIOGRAFÍA

AYUSO, J. (2000), «El funcionamiento de las subastas a tipo variable en las operaciones principales de financiación del Eurosistema», Banco de España, *Boletín Económico*, diciembre.

BCE (1998a), «A stability oriented monetary policy strategy of the ESCB», nota de prensa, octubre.

— (1998b), «The quantitative reference value for monetary growth», nota de prensa, diciembre.

— (2001), «The information content of composite indicators of the euro area business cycle», *Boletín Mensual*, noviembre: 39-50.

BRAND, C., y N. CASSOLA (2000), «A money demand system for the euro area M3», *ECB Working Paper*, n.º 39.

BUITER, W. H. (1999), «Alice in Euroland», *CEPR Policy Paper*, n.º 1.

CALZA; GERDERMEIER, y LEVY (2001), «Euro-area money demand: measuring the opportunity costs appropriately», mimeo, BCE.

CEPR (2001), *How do Central Banks Talk?*

COENEN, G., y J. L. VEGA (1999), «The demand for M3 in the euro area», *ECB Working Paper*, n.º 6.

FAUST, J., y L.E.O. SVENSSON (1998), «Transparency and credibility», *CEPR Discussion Paper Series*, n.º 1.852.

NICOLLETTI-ALTIMARI, S. (2001), «Does money lead inflation in the euro area?», *ECB Working Paper*, n.º 63.

SVENSSON, L.E.O. (1999), «Monetary policy issues for the Eurosistem», mimeo.

TAYLOR, J. B. (1999), *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press.

TRECOCCI, C., y J. L. VEGA (2000), «The information content of M3 for future inflation», *ECB Working Paper*, n.º 33.