

# La política monetaria del BCE en el contexto internacional

## Principios y retos

José Manuel González-Páramo\*

*Discurso pronunciado en las IX Jornadas de Economía Internacional organizadas por la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de La Laguna y la Asociación Española de Economía y Finanzas Internacionales (23 de junio de 2005)*

**Palabras clave:** economía internacional, política monetaria, Unión Europea.

**Clasificación JEL:** E58, F00.

### 1. Introducción

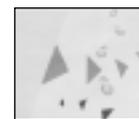
Señoras y señores:

Permítanme, en primer lugar, agradecer al Comité Organizador de las IX Jornadas de Economía Internacional la amabilidad de haberme invitado a participar en ellas. Estas Jornadas cuentan ya con una importante tradición y con un enorme prestigio, como demuestra la calidad de los ponentes participantes en el Programa de este año, por lo que es para mí una gran satisfacción tener el privilegio de pronunciar su conferencia inaugural.

Como es de sobra conocido, el Banco Central Europeo asumió la dirección de la política monetaria en 1999 a raíz de la adopción del euro. En ese momento, Europa experimentó un cambio institucional sustantivo: once economías nacionales que mantenían intactas sus competencias

en materia de política presupuestaria y políticas estructurales unificaron su política monetaria y su moneda, lo que representaba un reto de enorme entidad. Desde el punto de vista puramente de la gestión de la política monetaria, la magnitud de este reto es fácilmente visible si se tiene en cuenta que, por ejemplo, en el contexto de la nueva unión monetaria, las principales relaciones económicas que habían sido válidas en el pasado podían perder gran parte de su relevancia, generando incertidumbre sobre aspectos tan relevantes como el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria o sobre las propiedades de los indicadores estadísticos que se habían armonizado entre los países de la zona del euro con anterioridad al comienzo de la Unión Monetaria.

En este contexto de incertidumbre, y sobre la base del marco institucional establecido en el Tratado de la Unión Europea, se definió la estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo, a cuya des-



COLABORACIONES

\* Miembro del Comité Ejecutivo y del Consejo de Gobierno del BCE.

cripción y justificación desearía dedicar la primera parte de mi intervención hoy. Con posterioridad, expondré algunas reflexiones sobre la comparación entre determinados elementos de dicha estrategia y otros enfoques existentes a nivel internacional, y, por último, efectuaré algunos comentarios sobre los retos actuales más significativos para nuestra política monetaria.

## 2. La estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo

### *La independencia del Banco Central Europeo*

El primer elemento de nuestra estrategia de política monetaria lo constituye la plena independencia del Banco Central Europeo y de los bancos centrales nacionales que integran el Eurosistema, garantizada en el artículo 108 del Tratado de la Unión Europea (1).

¿Por qué resulta esencial la independencia del banco central en el desarrollo de la política monetaria? La respuesta es que esta constituye una salvaguarda contra cualquier sesgo inflacionista. En efecto, tanto los argumentos teóricos como la evidencia empírica disponibles muestran que la credibilidad y los resultados de la política monetaria mejoran cuando las decisiones referentes a esta última que-

dan excluidas de la esfera de influencia política (2).

La independencia refuerza la credibilidad del banco central en lo que se refiere a su capacidad para mantener la inflación bajo control y anclar de las expectativas del mercado en un nivel acorde con la estabilidad de precios, contribuyendo, de esta forma, al logro de otros objetivos de política económica, como el mantenimiento de un crecimiento sostenido y un alto nivel de empleo. Era lógico, por tanto, que el principio de la independencia quedase consagrado en el Tratado.

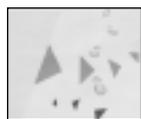
Por supuesto, como un aspecto fundamental de la legitimidad democrática, la independencia ha de estar acompañada de la aplicación rigurosa de normas de control. El banco central independiente ha de rendir cuentas de sus decisiones ante los ciudadanos y sus representantes. De hecho, esta obligación, el reverso de la moneda de su independencia, impone, en sí misma, una disciplina al banco central para que desempeñe sus funciones de acuerdo con su mandato.

### *El objetivo de estabilidad de precios y su definición*

Un segundo aspecto clave de nuestra estrategia es el relativo al objetivo de la política monetaria. El Tratado de la Unión Europea establece, en su artículo 105.1, como objetivo primordial y prioritario del Banco Central Europeo el mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. El establecimiento de este objetivo es un reconocimiento también a la evidencia acumulada a lo largo del tiempo, tanto de orden teórico como empírico, que sugiere que la presencia de tasas de

(1) Este artículo dispone que: «En el ejercicio de sus facultades y en el desempeño de las funciones y obligaciones que les asignan el presente Tratado y los Estatutos del SEBC, ni el BCE, ni los bancos centrales nacionales, ni ninguno de los miembros de sus órganos rectores podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones y organismos comunitarios ni de los Gobiernos de los Estados miembros, Las instituciones y organismos comunitarios, así como los Gobiernos de los Estados miembros se comprometen a respetar este principio y a no tratar de influir en los miembros de los órganos rectores del BCE y de los bancos centrales nacionales en el ejercicio de sus funciones.»

(2) Véase, por ejemplo, CUKIERMAN (1992), ALESINA y SUMMERS (1993) y POSEN (1993).



COLABORACIONES

inflación elevadas tiene efectos negativos sobre el crecimiento y el empleo a largo plazo (3), mientras que una situación de estabilidad de precios favorece el funcionamiento de los mercados y contribuye a la sostenibilidad del crecimiento económico y al incremento del bienestar social.

El Tratado deja sin definir, sin embargo, la cuestión de qué ha de entenderse en la práctica por «estabilidad de precios». En consecuencia, en octubre de 1998, el Banco Central Europeo publicó una definición cuantitativa de estabilidad de precios como «un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2 por 100 para el conjunto de la zona del euro» (4). Con posterioridad, el Consejo de Gobierno del BCE aclaró este objetivo, explicando que se propone mantener las tasas de inflación «en un nivel inferior, aunque próximo, al 2 por 100 a medio plazo» (5). Diversos elementos de esta definición merecen una explicación más detallada.

En primer lugar, en relación con el ámbito de la definición, la estabilidad de precios se evalúa en función de la evolución de los precios en el conjunto del

área del euro. Con una política monetaria única, las decisiones deben tomarse de forma que reflejen las condiciones prevalentes en el área del euro en su totalidad, y no las prevalentes en áreas regionales o nacionales específicas.

En segundo lugar, como instrumento de medición de la estabilidad de precios, el Banco Central Europeo decidió elegir un índice general de precios específico, el IAPC, frente a otras opciones existentes como, por ejemplo, la inflación subyacente. Esta elección se realizó, fundamentalmente, por motivos de transparencia (6). El IAPC es el único índice de precios de «alta calidad» de la zona del euro, lo suficientemente armonizado entre los distintos países y que se publica todos los meses; además, es el índice que mejor aproxima las variaciones que se van produciendo en el precio de una cesta representativa de bienes y servicios adquiridos por los hogares de la zona del euro. La utilización de este índice hace patente, por tanto, el compromiso del Eurosistema de contar con una protección plena y efectiva contra la pérdida de poder adquisitivo del dinero.

En tercer lugar, esta delimitación cuantitativa, una tasa de inflación positiva, aunque reducida, viene justificada por distintas consideraciones:

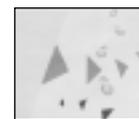
- De un lado, proporciona un margen suficiente que sirva de protección contra los riesgos de deflación. En este sentido, debe subrayarse que muchos de los costes relacionados con la inflación, como las distorsiones de los precios relativos, resultan asimismo relevantes en situaciones de descenso sostenido del nivel de los precios. Sin embargo, una situación de deflación prolongada podría implicar riesgos

(3) Véase, por ejemplo, HERRERO, GASPAR, HOOGDUIN, MORGAN y WINKLER (2001).

(4) La definición del BCE se alinea con las definiciones utilizadas por la mayoría de los bancos centrales nacionales de la zona del euro antes del inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, lo que introdujo un importante elemento de continuidad con las estrategias de política monetaria seguidas con éxito en el pasado por aquellos. Por ejemplo cuando Deutsche Bundesbank fijó su objetivo monetario para el período 1997-1998, lo formuló como un incremento de los precios a medio plazo de entre un 1,5 por 100 y un 2 por 100. En 1998, Banque de France definió la estabilidad de precios como un incremento de la tasa de inflación medida por el IPC inferior al 2 por 100 a medio plazo. Banca d'Italia adoptó un objetivo similar para 1998. Por otra parte, cuando el Consejo ECOFIN adoptó, en julio de 1995, las Orientaciones Generales de Política Económica, indicó que el 2 por 100 sería la tasa máxima de inflación compatible con la estabilidad de precios, lo que quedó implícitamente confirmado por las Orientaciones publicadas en 1998. Véase DUISENBERG (2001a).

(5) Véase BCE (2003).

(6) El BCE realiza también un seguimiento periódico de otras mediciones, aunque no las emplea para definir la estabilidad de precios, puesto que algunos aspectos de su cálculo no son lo suficientemente transparentes. Véase BCE (2001).



COLABORACIONES

para la estabilidad de la evolución de la economía. Sobre todo, un período prolongado de deflación paralelo a una situación de debilidad del crecimiento podría constreñir la gestión de la política monetaria del banco central, puesto que los tipos de interés nominales no pueden reducirse por debajo de cero. Sin duda, todo intento de fijar los tipos de interés nominales por debajo de cero fracasaría, puesto que el público preferiría mantener efectivo a constituir o mantener depósitos a tipos negativos. En una situación de deflación, la existencia de un límite inferior a cero para los tipos de interés nominales limita el margen de maniobra del banco central para reducir los tipos de interés reales a fin de estimular la demanda y contrarrestar las presiones deflacionistas. Varios estudios han tratado de valorar la probabilidad de que los tipos de interés nominales se sitúen en torno al límite inferior cero con objetivos de inflación del banco central en diversos niveles. La mayor parte de estos estudios muestran que esta probabilidad es muy reducida cuando el objetivo del banco central está dirigido a mantener la tasa de inflación por encima por encima del 1 por 100 a medio plazo (7).

- De otro lado, permite también tener en cuenta el hecho de que todo índice de precios de consumo puede estar sujeto a un sesgo de medición, de manera que la inflación medida por el IAPC podría resultar ligeramente superior a la inflación real. Este sesgo es atribuible a las dificultades de las autoridades estadísticas para introducir sin retraso en el índice los ajustes relacionados con la mejora de la calidad de los bienes y con el cambio del patrón de preferencias de los consumidores. En la zona del euro, la magnitud precisa de este sesgo es difícil de estimar,

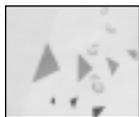
aunque probablemente sea bastante reducida, teniendo en cuenta las continuas actualizaciones que realiza Eurostat en el índice (8).

- Lograr una tasa de inflación inferior, aunque próxima, al 2 por 100 debería, por último, evitar que algunos países operen estructuralmente con tasas de inflación negativas o muy reducidas (9).

### ***La orientación de medio plazo***

Por otra parte, la definición de estabilidad de precios del Banco Central Europeo se refiere a un horizonte de medio plazo, lo cual supone un reconocimiento de que la política monetaria únicamente puede controlar la evolución de los precios en horizontes temporales largos, nunca a corto plazo.

En contraste con la adopción generalizada de estrategias de objetivo de inflación (*inflation targeting*), el Banco Central Europeo no ha establecido un horizonte temporal específico para su política monetaria. Las razones que justifican esta decisión son múltiples. Los desfases con los que la política monetaria influye en la evolución de los precios son variables e inciertos. Además, la respuesta óptima de la política monetaria depende siempre de la naturaleza e intensidad específica de las perturbaciones que afectan a la economía. Un horizonte a medio plazo permite, por tanto, a los responsables de los bancos centrales la flexibilidad necesaria para responder adecuadamente a perturbaciones económicas de distinta naturaleza. En concreto, contribuye a evitar introducir una volatilidad innecesaria en la economía y a la estabilidad del producto y del empleo.



COLABORACIONES

(7) Véanse COENEN (2003) y KLAEFFLING y LÓPEZ PÉREZ (2003).

(8) Véase WYNNE y RODRÍGUEZ PALENZUELA (2002).

(9) Véase BCE (2005b).

### **Los dos pilares**

A fin de cumplir este objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios en el medio plazo, el Banco Central Europeo ha elegido una estrategia basada en un conjunto amplio de indicadores que descansa sobre dos pilares, el análisis económico y el análisis monetario (10). Su finalidad es garantizar que toda la información sea tomada en cuenta y que se preste la debida atención a diferentes perspectivas analíticas. La metáfora de los dos pilares sirve para resaltar la complementariedad, así como la distinta naturaleza de las perspectivas en que se basa la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios:

- El análisis económico se centra en los riesgos a corto y a medio plazo, basándose, fundamentalmente, en la evaluación de la evolución económica y financiera, desde la perspectiva de la interacción entre la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores. En este contexto, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, que se publican periódicamente por razones de transparencia, desempeñan una función importante en el análisis económico. Su fin último es condensar la información derivada de los indicadores económicos de forma coherente y estructurada y que resulte útil a los responsables de la adopción de decisiones.

- El análisis monetario ofrece indicaciones sobre las tendencias futuras de los precios desde una perspectiva de medio y largo plazo, aprovechando la relación a largo plazo existente entre el dinero y los precios. En este contexto, la valoración del crédito y del dinero desempeña un destacado papel a la hora de

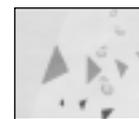
determinar las perspectivas de evolución de los precios de medio y largo plazo.

Estas dos perspectivas sobre el funcionamiento de la economía ofrecen, por tanto, información complementaria, y cada una tiene sus ventajas comparativas. El análisis económico se adecua al examen de la evolución de los precios en horizontes más cortos, mientras que el análisis monetario constituye un instrumento para detectar la emergencia de presiones inflacionistas o deflacionistas incipientes en horizontes temporales más largos. En ausencia de un modelo macroeconómico satisfactorio que integre plenamente la información procedente de ambos grupos de indicadores, el Banco Central Europeo ha decidido contrastar periódicamente la información suministrada por los dos pilares a fin de obtener una valoración global de los riesgos para la estabilidad de precios.

### **Rendición de cuentas, transparencia y comunicación del BCE**

Un último aspecto esencial de nuestra política monetaria al que me gustaría hacer mención se refiere a la rendición de cuentas, a la transparencia y la comunicación del Banco Central Europeo.

La rápida difusión de la información en todo el mundo, gracias a las modernas tecnologías, ha reforzado el papel de los medios de comunicación en nuestra vida diaria. Los servicios electrónicos de información transmiten los argumentos ofrecidos por los responsables de la política monetaria, con frecuencia, inmediatamente después de que se hayan hecho públicos. Los analistas financieros de todos los países examinan la información y los mercados financieros pueden reaccionar inmediatamente ante cualquier noticia referente a la economía y a la futura orientación implícita de la política monetaria.



COLABORACIONES

(10) Véase BCE (2004a).

En este contexto, los bancos centrales de todo el mundo conceden hoy mucha importancia al logro de un elevado grado de transparencia, lo que redundará en la eficacia de su política monetaria. La adopción de una estrategia adecuada y transparente, complementada por la explicación continua de las decisiones de política monetaria constituye una guía para los mercados en lo que concierne, sobre todo, a las expectativas de inflación y de orientación futura de la política monetaria.

La cuestión de la credibilidad es otro aspecto importante de este debate. En palabras de Alan Blinder (1999): un banco central tiene credibilidad cuando el público cree que hará lo que dice. Yo comparto su opinión de que la credibilidad se ve reforzada si las palabras se corresponden con los hechos. Esto significa que los bancos centrales han de seleccionar sus palabras con mucha precaución. Al mismo tiempo, el banco central ha de hacer lo que esté en su mano para que, tanto el carácter condicional de las previsiones, como los mensajes referentes a las perspectivas para el curso de la política monetaria, se entiendan de manera adecuada. De no ser así, en el caso, por ejemplo, de que la realidad resultase ser distinta de sus previsiones, el banco central podría ver en juego su credibilidad. La incertidumbre inherente a que se enfrenta necesariamente el banco central ha de formar parte, por tanto, de su comunicación.

En este sentido, el Banco Central Europeo ha establecido una serie de importantes instrumentos de comunicación que, en conjunto, resultan satisfactorios. Tras la primera reunión mensual del Consejo de Gobierno, se celebra una conferencia de prensa en la que se presentan a los periodistas, casi en tiempo real, los principales argumentos económicos en los que se fundamentan las decisiones adoptadas y los puntos más relevantes del debate

mantenido. El comunicado preliminar del presidente, que consideramos un documento próximo a unas actas resumidas y que contiene la información relevante para el público, se publica en el sitio *web* del Banco Central Europeo. Además, los periodistas pueden hacer preguntas en directo al presidente y al vicepresidente. Esta herramienta confiere a la política de comunicación del Banco Central Europeo un carácter sumamente inmediato y transparente. Otros canales para la exposición más detallada de la evaluación de la política monetaria del Banco Central Europeo son su Boletín Mensual y las entrevistas que conceden los miembros del Consejo de Gobierno, así como los discursos que éstos pronuncian ante foros muy diversos, incluido el Parlamento Europeo.

### 3. Comparación de la estrategia del Banco Central Europeo con otras estrategias de política monetaria

Tras esta breve descripción de nuestra estrategia de política monetaria, permítanme a continuación compartir con ustedes algunas reflexiones sobre la comparación de este marco institucional con el existente en otros bancos centrales.

Al efectuar esta comparación, uno de los primeros elementos que son generalmente subrayados es el relativo a las diferencias, en términos de objetivos, entre el Banco Central Europeo y la Reserva Federal de los Estados Unidos. El objetivo primordial del Banco Central Europeo, como ya he mencionado, es la estabilidad de precios, mientras que la Reserva Federal mantiene un mandato doble que le obliga a tratar los objetivos de «estabilidad de precios» y «crecimiento económico sostenible» en pie de igualdad. En mi opinión, sin embargo, las consecuencias de esta



COLABORACIONES

diferencia no son muy significativas para el ejercicio de la política monetaria, como demuestra el hecho de que las dos instituciones enfatizan que la estabilidad de precios representa la mejor contribución para un crecimiento económico sostenible. En palabras del propio Alan Greenspan: «En una sociedad democrática como la nuestra, el Parlamento, y en última instancia los ciudadanos, encomiendan al banco central la enorme responsabilidad de velar por el mantenimiento del poder adquisitivo del dinero. Hoy día se acepta de forma generalizada que la estabilidad de precios es un requisito necesario para una asignación de recursos eficiente en nuestra economía y para el cumplimiento de nuestro mandato de fomentar un nivel máximo de empleo sostenible».

En cuanto a la cuestión de cómo cumplir con este mandato, la comparación internacional de distintos bancos centrales sugiere también que no hay una solución única, de forma que existen diferencias tanto en las prácticas concretas como en los conceptos operativos (11).

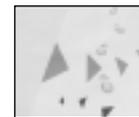
Continuando con la comparación entre el Banco Central Europeo y la Reserva Federal, mientras que el primero ha publicado una definición cuantitativa precisa de su objetivo prioritario —la estabilidad de precios—, la Reserva Federal ofrece exclusivamente una definición cualitativa de su presidente, Alan Greenspan, que expresa un claro compromiso con un nivel de inflación reducido («existe estabilidad de precios cuando el público no tiene en cuenta la inflación como un factor para sus decisiones»), definición que

(11) Por ejemplo, hasta este momento, algunos bancos centrales, (la Reserva Federal, el Banco de Japón) han definido la estabilidad de precios en términos cualitativos bastante amplios. Otros (Bank of England, Sveriges Riksbank, Reserve Bank of New Zealand) han sido más precisos y han anunciado objetivos de inflación numéricos específicos expresados por una cifra o un intervalo.

cuenta con la aceptación del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (12). Tengo la certeza de que el enfoque de la Reserva Federal tiene un fundamento sólido y no me corresponde a mí valorarlo. En nuestro caso, la incertidumbre relacionada con el cambio de sistema derivado de la introducción del euro hizo que la formulación precisa de una definición cuantitativa del objetivo primordial del Banco Central Europeo revistiese especial importancia. En mi opinión, la estrategia del Banco Central Europeo presenta tres ventajas principales: fomenta la transparencia, pues permite conocer con precisión cuáles son nuestras metas; favorece la rendición de cuentas, ya que el público puede juzgar en qué forma y medida logramos nuestros objetivos; y, por último, incrementa la credibilidad a medio y a largo plazo, dado que facilita el anclaje de las expectativas inflacionistas.

Existe una diferencia adicional relevante entre el enfoque de política monetaria del Banco Central Europeo y el de la Reserva Federal. Nosotros consideramos de gran utilidad otorgar, en el marco de nuestra estrategia, un papel importante al análisis monetario que permita un contraste con el análisis económico desde una perspectiva de medio y largo plazo. Este aspecto de nuestro modelo contribuye a anclar las expectativas de inflación a medio y a largo

(12) En febrero de este año, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) discutió las ventajas que para la Reserva Federal representaría anunciar una definición cuantitativa de estabilidad de precios. Algunos de sus responsables, entre ellos su presidente Alan Greenspan, se mostraban escépticos respecto a las ventajas de una definición numérica u objetivo de inflación ya que, en su opinión, podría constituir una limitación no deseable para la política monetaria en presencia de perturbaciones macroeconómicas imprevistas. Establecer un valor numérico para la estabilidad de precios podría, asimismo, no ser coherente con el doble mandato de la Reserva Federal, por el que está obligado a tratar los objetivos «estabilidad de precios» y «crecimiento económico sostenible» en pie de igualdad. Véanse las actas del FOMC (2005).



COLABORACIONES

plazo, lo que resulta esencial para el Banco Central Europeo, al no contar con un historial de orientación de expectativas tan largo como el de la Reserva Federal.

Existen, por supuesto, también múltiples coincidencias entre las estrategias del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal. Las dos instituciones disfrutan de un alto grado de independencia formal, que, como ya se ha mencionado, es un elemento esencial de la credibilidad de los bancos centrales. Asimismo, ambas ponen mucho interés en lograr un grado óptimo de transparencia y nuestros representantes comparecen frecuentemente ante los Parlamentos para explicar las decisiones de política monetaria. Otra similitud importante reside en que ambos bancos centrales han adoptado un sistema que se basa en el análisis exhaustivo de una amplia gama de indicadores. Del mismo modo, tanto uno como otro se han mostrado hasta la fecha escépticos respecto a los beneficios de implantar un modelo de objetivo de inflación (*inflation targeting*) análogo al de otros bancos centrales como, por ejemplo, el *Bank of England* o el *Sveriges Riksbank* (13). ¿A qué obedece esta reticencia?

Si bien hay muchas coincidencias entre la estrategia de objetivo de inflación y la del Banco Central Europeo, existen también algunas diferencias relevantes. En primer lugar, no hemos asignado a las previsiones de inflación un papel central y determinante, puesto que consideramos que adolecen de importantes limitaciones que podrían

repercutir en la ejecución de la política monetaria. Las proyecciones que el Banco Central Europeo publica trimestralmente son estimaciones elaboradas por nuestros expertos, y desempeñan una función importante en cuanto que aportan una base para la adopción de las decisiones de política monetaria. Sin embargo, no tienen la «ratificación» del Consejo de Gobierno. Las previsiones de inflación son valiosos indicadores sintéticos de una amplia gama de variables. No constituyen, sin embargo, un instrumento estadístico suficiente a los fines de la política monetaria, en el sentido que las decisiones en este ámbito puedan vincularse mecánicamente a dicho indicador. Un mismo dato de previsión de inflación puede estar asociado a realidades muy diversas y, por tanto, podría requerir reacciones muy distintas por parte del banco central.

Asimismo, las previsiones de inflación vienen por lo general determinadas por un modelo econométrico. Lamentablemente, no hay un único modelo que pueda explicar adecuadamente la evolución del producto y de la inflación y, por otra parte, tampoco puede dejarse de lado la posibilidad de que los modelos estén sujetos a errores de especificación. En consecuencia, a fin de obtener resultados fiables, resulta necesario recurrir al criterio técnico y consultar diversos instrumentos y modelos econométricos. No existe otra alternativa, aunque nos esforzamos por mejorar continuamente nuestros instrumentos de análisis.

En segundo lugar, como ya he señalado, estimo que la fijación de un horizonte temporal específico para las previsiones y para la ejecución de la política monetaria resulta un tanto arbitrario en presencia de perturbaciones macroeconómicas de gran magnitud y de distinta naturaleza.

Dado que el proceso de transmisión de la política monetaria está sujeto a retra-



COLABORACIONES

(13) No hay un acuerdo generalizado sobre qué debe entenderse por estrategia de objetivo de inflación. Según una definición en sentido amplio, puede decirse que la mayoría de los bancos centrales que conceden una importancia prioritaria al objetivo de estabilidad de precios aplican esta estrategia. Véase Bernanke y Mishkin (1997): la estrategia de objetivo de inflación se caracteriza «por el anuncio de los intervalos fijados para la tasa de inflación ... y por el reconocimiento explícito de que el mantenimiento de la tasa de inflación en un nivel bajo y estable es el objetivo principal de la política monetaria».

Los inciertos y variables, los responsables de la adopción de decisiones han de evaluar la evolución de la economía más allá del horizonte de previsión, fijado generalmente en dos o tres años. Por el contrario, limitar la atención a un horizonte de proyección concreto podría dar lugar a errores, cuyos efectos sólo podrían neutralizarse más adelante a costa de una mayor volatilidad del producto o de un descenso de su tasa de crecimiento.

Por otra parte, la idoneidad de la respuesta de política monetaria depende siempre de la naturaleza de las perturbaciones que afectan a la economía. Un elemento esencial del proceso de adopción de decisiones de política monetaria consiste en evaluar y comparar la fiabilidad de la información suministrada por diversas fuentes. Así pues, centrarse excesivamente en un horizonte temporal específico significaría subestimar la complejidad del mecanismo de transmisión, lo que resulta especialmente grave cuando surgen perturbaciones intensas o circunstancias especiales (14).

La orientación de medio plazo permite al Banco Central Europeo evitar los problemas relacionados con un horizonte temporal fijo, y prestar la atención debida a la totalidad del período en el que la política monetaria influye en la economía.

Con todo, no creo que las diferencias entre nuestra estrategia y el modelo de objetivo de inflación deban sobreestimarse a la hora de la aplicación práctica de la política monetaria, como tampoco abogo por un método único para garantizar su eficacia. Los distintos sistemas existentes reflejan la necesaria adaptación a los diferentes contextos institucionales y económicos. En este sentido,

(14) La utilización de indicadores monetarios también puede resultar útil a los responsables de la política monetaria para considerar un horizonte de previsión superior a dos años. Véase ISSING (2004).

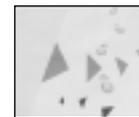
llama la atención el hecho de que las prácticas de los bancos centrales más creíbles hayan convergido de manera creciente durante los últimos años. Por ejemplo, casi todos admiten hoy que no existe un modelo único o «infalible» para valorar la economía; igualmente, ponen de relieve la necesidad de adoptar una estrategia sólida de política monetaria, que tenga en cuenta la incertidumbre relacionada con la interpretación de la información y reconocen que la respuesta a las previsiones de inflación no puede ser automática. Asimismo, en los últimos años, varios de los bancos centrales con objetivo de inflación han reconocido la necesidad de considerar una perspectiva de medio plazo en lugar de un horizonte temporal específico.

#### 4. Retos para la política monetaria en la zona del euro

La ejecución de la política monetaria se encuentra, por otro lado, sujeta a un entorno permanentemente cambiante, que le obliga a afrontar retos permanentes. Permítanme concentrarme, para terminar con esta intervención, con una descripción de algunos de los más relevantes con los que nos enfrentamos en la actualidad.

I. En primer lugar, la cuestión de la heterogeneidad dentro de la unión monetaria y la forma de afrontarla ha atraído la atención del mundo académico desde bastante antes de la introducción de la moneda única (15). En este sentido, debe afirmarse, sin embargo, que, en términos de inflación, la dispersión entre los países de la zona del euro se ha estabilizado en niveles reducidos desde la introducción de la moneda única. Con una perspectiva de más largo plazo, el grado de disper-

(15) Véanse los estudios pioneros de MUNDELL (1961).



COLABORACIONES

sión, medido por la desviación típica sin ponderar entre los doce países que integran la zona del euro, se caracterizó en la década de los noventa por una acusada tendencia a la baja. A modo de comparación, además, desde 1999, la dispersión de la inflación dentro de la zona del euro ha fluctuado en torno a valores muy próximos a los observados en las catorce zonas estadísticas metropolitanas de Estados Unidos.

Los diferenciales de inflación, que deben verse como una característica normal de toda unión monetaria y como una parte integrante del mecanismo de ajuste de los precios relativos, presentan, sin embargo, en la zona del euro una elevada persistencia, lo que, en cierta medida, se debe a los desajustes de las políticas fiscales nacionales, a la evolución inadecuada de los salarios y a ineficiencias estructurales muy arraigadas, como rigideces nominales y reales en los mercados de productos y factores, además de a la insuficiente aplicación de reformas estructurales. Afrontar el reto representado por la heterogeneidad requiere, por tanto, asignar un papel importante a las políticas estructurales a fin de impulsar una mayor movilidad de los factores y la flexibilidad de los salarios reales.

En cuanto a la política monetaria, se acepta por lo general que asignar a esta el papel adicional de abordar directamente la cuestión del equilibrio relativo entre los sectores o las regiones del área monetaria en el proceso de ajuste frente a las perturbaciones sobrecargaría dicha política en detrimento de su objetivo primordial. Una política monetaria orientada a la estabilidad de precios contribuye, no obstante, al ajuste correcto de los precios relativos y a la asignación eficiente de los recursos entre los diversos sectores y países de la zona del euro cuando se producen perturbaciones asimétricas.

Asimismo, el objetivo del Banco Central Europeo de mantener la tasa de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2 por 100 puede dar cabida a ligeros diferenciales de inflación entre las regiones, y ofrecer al mismo tiempo un margen de seguridad adecuado a fin de impedir que algunas de estas se vean obligadas a operar estructuralmente con tasas de inflación negativas. Por otra parte, llevamos a cabo un estrecho seguimiento periódico de la situación sectorial y nacional de la zona del euro a fin de fundamentar adecuadamente nuestra evaluación del estado de la economía y de su posible evolución en el conjunto de la zona. A este respecto, el análisis de la información desagregada es crucial para entender la naturaleza de las perturbaciones, ya que muchas de las que afectan a toda la zona se originan en países o sectores concretos.

II. Un segundo reto planteado a los bancos centrales es el que surge como consecuencia de la posible aparición de burbujas en el precio de los activos. Episodios históricos han puesto de manifiesto que estas burbujas pueden evolucionar con rapidez y que su estallido puede tener un coste muy elevado para la economía (16). Además, resultan difíciles de identificar en tiempo real y, por ello, a menudo sólo se identifican *ex post*.

El debate entre los representantes del mundo académico sugiere que es posible reaccionar ante las burbujas de precios de activos de varias formas (17). Incluso en los casos poco frecuentes en los que el banco central puede afirmar que se enfrenta a una variación inusual y, posiblemente, desestabilizadora de los precios de los activos, su reacción no puede



COLABORACIONES

(16) Véanse TRICHET (2005), DETKEN y SMETS (2004) y BORIO y LOWE (2002).

(17) Véase también BCE (2005a).

ser automática, sino que requiere una reflexión detenida.

En este sentido, el Banco Central Europeo no establece como objetivo el precio de los activos. Sin embargo, sí lleva a cabo un atento seguimiento de sus fluctuaciones con el fin de mantener la estabilidad de los precios de consumo en horizontes temporales más dilatados. A este respecto, el destacado papel que desempeñan el dinero y el crédito en la estrategia del BCE pueden ayudarle a valorar la evolución de los precios de los activos y hasta qué punto suponen un riesgo para la estabilidad de precios en un futuro más lejano.

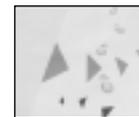
III. Un reto adicional al que se ha tenido que enfrentar el Banco Central Europeo en los últimos años es el derivado de una serie de perturbaciones que han influido en la evolución monetaria y en el comportamiento de los precios, dificultando la extracción de señales sobre los riesgos para la estabilidad de precios a medio y largo plazo. Por ejemplo, la excepcional incertidumbre económica, financiera y geopolítica observada entre 2001 y 2003 contribuyó a una marcada preferencia de los agentes por los activos líquidos, lo que dio lugar a intensos desplazamientos de sus carteras.

En este entorno, el análisis monetario del Banco Central Europeo ha hecho uso de distintos marcos conceptuales y herramientas analíticas con el fin de captar la información de la evolución monetaria relevante para las decisiones de política monetaria (18). Una combinación de análisis institucionales y análisis basados en modelos ha permitido al Banco Central Europeo dibujar primero un escenario modal sobre la base de una serie de M3 corregida por el impacto estimado de los mencionados desplazamientos de carte-

ra, que fue utilizada como *input* en modelos monetarios sencillos de previsión de inflación, como por ejemplo, modelos de indicadores adelantados basados en el crecimiento monetario o modelos *P-star* basados en medidas de brecha monetaria. Un segundo escenario fue posteriormente derivado utilizando la serie oficial de M3 y aplicando las herramientas descritas anteriormente, que reflejaba los posibles riesgos al alza para la estabilidad de precios al compararlo con el escenario modal. Utilizados conjuntamente, permitieron una valoración más adecuada de las incertidumbres relativas a la evolución monetaria. En este sentido, no debe olvidarse que cifras similares del crecimiento monetario pueden tener consecuencias muy diversas en relación con los riesgos para la estabilidad de precios, dependiendo de las condiciones macroeconómicas y, en particular, de los factores que determinan este crecimiento monetario.

IV. Finalmente, me gustaría hacer mención a la situación presupuestaria en algunos países europeos como un reto adicional al que nos enfrentamos en la actualidad. Las finanzas públicas pueden tener una notable influencia en el entorno en que opera la política monetaria. Paralelamente a una política monetaria orientada al mantenimiento de la estabilidad de precios, el saneamiento fiscal es imprescindible para la estabilidad y el crecimiento en la zona del euro. Es por ello que, previamente a la introducción del euro, se acordó la aprobación de un marco normativo aplicable a las políticas fiscales de los Estados miembros que cristalizó en la adopción del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Aunque algunos países europeos han logrado cumplir los objetivos del Pacto y mantener situaciones presupuestarias saneadas durante los últimos años, en



COLABORACIONES

(18) Véase BCE (2004b) e ISSING (2005).

otros países, sin embargo, la situación de las finanzas públicas se ha deteriorado. Se ha incurrido en déficit excesivos y los procedimientos previstos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para prevenir y corregir dichos déficit excesivos no siempre se han observado adecuadamente.

A la vista de estas dificultades, se ha acordado recientemente una reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con la finalidad de reforzar su aplicación. En este momento, resulta crucial garantizar una observancia rigurosa y coherente de las nuevas normas que permita el logro de la disciplina presupuestaria y el restablecimiento de la credibilidad de las políticas fiscales europeas. Recuperar el saneamiento de las finanzas públicas se hace cada vez más urgente, puesto que, como consecuencia de la evolución demográfica prevista, se espera que el gasto público relacionado con el envejecimiento de la población se incremente sustancialmente durante las próximas décadas. En muchos países, el mantenimiento sostenible de las finanzas públicas en este contexto requiere no sólo adoptar medidas urgentes para reducir sus elevadas ratios de deuda, sino también reformas de los sistemas de pensiones y de asistencia sanitaria para poder seguir asumiendo este gasto en el futuro.



COLABORACIONES

## 5. Conclusiones

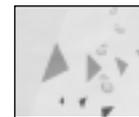
Permítanme concluir ahora mi intervención. No albergo ninguna duda respecto a que la estrategia de política monetaria basada en una definición cuantitativa de estabilidad de precios y en el análisis económico y monetario constituye el marco adecuado para la política monetaria de la zona del euro. En mi opinión, esta estrategia ha sido esencial a la hora de garantizar el elevado nivel de credibilidad del Banco

Central Europeo y de su política monetaria. Una política monetaria que ha permitido estabilizar la inflación en la zona del euro y anclar firmemente las expectativas de inflación en un nivel compatible con la estabilidad de precios, incluso en circunstancias difíciles. Un logro que no debe menospreciarse dada la ausencia de historial de credibilidad con la que contaba el Banco Central Europeo. Puedo asegurarles que el Banco Central Europeo continuará concentrándose en su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios en un entorno incierto y cambiante. Esta es, sin duda, nuestra mejor contribución a la prosperidad económica y a la creación de empleo en Europa.

## Bibliografía

1. ALESINA, A. y L. H. SUMMERS (1993), «Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 25, pp. 151-162.
2. BERNANKE, B. y F. MISHKIN (1997), «Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?», *Journal of Economic Perspectives*, Spring, 11(2), pp. 97-116.
3. COENEN, G. (2003), «Zero lower bound: Is it a problem in the euro area?»: Issing, O. (ed.), *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy*, noviembre, Fráncfort del Meno, pp. 139-156.
4. BLINDER, A. (1999), «Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?», *NBER Working Paper No. 7161*.
5. BORIO, C. y P. LOWE (2002), «Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus», *BIS Working Papers no. 114*, Basilea.
6. CUKIERMAN, A. (1992), *Central Bank Strategies, Credibility, and Independence*, MIT Press, Cambridge.

7. DETKEN, C. y F. SMETS (2004), «Asset price booms and monetary policy», ECB Working Paper no. 364, Fráncfort del Meno.
8. DUISENBERG, W. (2001a), «The ECB's monetary policy strategy and the quantitative definition of price stability», carta de W. F. Duisenberg, presidente del BCE al presidente de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios de 13 de diciembre de 2001.
9. BCE (2001), «Medidas de la inflación subyacente en la zona del euro», Boletín Mensual del BCE, julio del 2001, pp. 53-63.
10. BCE (2003), «Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria», Boletín Mensual del BCE, junio del 2003, pp. 83-97.
11. BCE (2004a), «La política monetaria del BCE», 2ª edición, Fráncfort del Meno.
12. BCE (2004b), «Análisis monetario en tiempo real», Boletín Mensual del BCE, octubre del 2004, pp. 445-66.
13. BCE (2005a), «Burbujas del precio de los activos y política monetaria», Boletín Mensual del BCE, abril del 2005, pp. 51-65.
14. BCE (2005b), «La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea», Boletín Mensual del BCE, mayo del 2005 pp. 63-80.
15. FOMC (2005), «Minutes of the Federal Open Market Committee», 1 y 2 de febrero de 2005.
16. GREENSPAN, A. (1996), «The Challenge of Central Banking in a Democratic Society», remarks at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C., 5 de diciembre de 1996.
17. GREENSPAN, A. (2004), «Monetary policy twenty-five years after October 1979», remarks to the Conference on Reflections on Monetary Policy 25 Years after October 1979, Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis/Missouri, 7 de octubre 2004
17. HERRERO, A., V. GASPAR, L. HOOGDUIN, J. MORGAN, y B. WINKLER (2001) (eds.), Why price stability?, First ECB Central Banking Conference, junio del 2000, Fráncfort del Meno, Alemania.
18. ISSING, O. (2004), «Inflation Targeting: A View from the ECB», Federal Reserve Bank of St. Louis Review, julio/agosto de 2004, 86(4), pp. 169-79.
19. ISSING, O. (2005), «The monetary pillar of the ECB», speech given at IfK-CfS conference «The ECB and Its Watchers VII», 3 de junio de 2005, Fráncfort del Meno.
20. KLAEFFLING, M. y V. PEREZ LOPEZ (2003), «Inflation targets and the liquidity trap», in: Issing, O. (ed.), Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy, noviembre, Fráncfort del Meno, pp. 157-186.
21. MUNDELL, R. (1961), «A Theory of Optimum Currency Areas», American Economic Review, 51, pp. 657-665.
22. POSEN, A. (1993): Why central bank independence does not cause low inflation. There is no institutional fix for politics, in: R. O'Brien (ed.): Finance and the International Economy 7 (Oxford: University Press)
23. TRICHET, J. C. (2005), «Asset price bubbles and monetary policy», Mas lecture, 8 de junio de 2005, Singapur.
24. WYNNE, M. y D. RODRIGUEZ PALENZUELA (2002), «Measurement bias in the HICP: what do we know and what do we need to know?», ECB working paper No. 131.



COLABORACIONES

## AVISO PUBLICO

### SUB. GRAL. COMERCIO EXTERIOR DE PRODUCTOS AGROALIMENTARIOS

#### SOLICITUD DE DEVOLUCION DE FIANZAS

#### PLAZOS PARA PRESENTACION DE PRUEBAS

Aplicación a los Certificados concedidos desde el día 1 de octubre de 2000,  
salvo que exista reglamento específico que lo modifique

Plátanos	TREINTA DIAS siguientes a la expiración del período de validez del Certificado.	Rgto. CE n.º 896/01
Productos Agrícolas Transformados (PAT)	NUEVE MESES siguientes a la expiración del período de validez del Certificado.	Rgto. CE n.º 1520/00
Productos agrícolas: Materias grasas, plantas vivas, productos floricultura, leche y productos lácteos, carne vacuno, semillas, frutas y hortalizas, carne porcino, huevos, carne de ave, arroz, azúcar, sector vitivinícola, cereales, etc.	DOS MESES siguientes a la expiración del período de validez del Certificado.	Rgto. CE n.º 1291/00

— En todos los productos el *PLAZO MAXIMO* para solicitar la resolución de los expedientes es de *VEINTICUATRO MESES* desde el día siguiente a la expiración del Certificado. Transcurrido este plazo no se efectuará la devolución del importe de la Fianza, aun en el caso de que se presente la correspondiente prueba de realización de las operaciones.

#### MINISTERIO DE INDUSTRIA, TURISMO Y COMERCIO

##### Secretaría General de Comercio Exterior

##### SUB. GRAL. COMEX. PRODUCTOS AGROALIMENTARIOS. SERVICIO DE FIANZAS

##### Solicitudes de devolución de fianzas constituidas (Importación y Exportación)

La Orden de 26 de febrero de 1986 («BOE, 7 de marzo»), modificada por la Orden de 27 de julio de 1995, establece que la devolución de las fianzas se realizará por la Secretaría General de Comercio Exterior a solicitud del interesado.

Las solicitudes de devolución de las fianzas constituidas ante los Servicios Centrales, deberán dirigirse a la Secretaría General de Comercio Exterior (Servicio de Fianzas, Paseo de la Castellana, 162, planta cuarta, 28071 Madrid).

Las solicitudes de devolución de las fianzas, constituidas ante las Direcciones Regionales y Territoriales de Comercio y CATICES, deberán presentarse en la misma Dirección o CATICE que concedió los correspondientes certificados.

El no solicitar, los interesados, la resolución de los expedientes de devolución de las fianzas con la aportación de las pruebas, en los plazos establecidos en la legislación nacional y comunitaria en vigor, para los diversos productos agrícolas, dará lugar al oportuno Acuerdo Declarativo de Incumplimiento.

Con el fin de agilizar la resolución de los expedientes de devolución de las fianzas constituidas a disposición de la Secretaría General de Comercio Exterior, es recomendable se adjunte a las solicitudes la fotocopia del correspondiente «Resguardo de depósito o Garantía en Efectivo», o «Resguardo de Garantía Otorgada mediante Aval o Seguro de Caucción».

#### SERVICIO DE FIANZAS

##### Acuerdo declarativo de incumplimiento (Fianza constituida en las operaciones de Importación y Exportación)

##### Ingreso de las liquidaciones

Las cantidades a ingresar en el Tesoro Público-Recursos Eventuales, como consecuencia de los expedientes de Acuerdo Declarativo de Incumplimiento de *Resguardos de Garantías Otorgadas por Terceros*, pueden hacerse efectivas por la EMPRESA TITULAR DE LOS CERTIFICADOS.

— En MADRID:

MINISTERIO DE ECONOMIA Y HACIENDA  
DIREC. GRAL. DEL TESORO Y POLITICA FINANCIERA  
Paseo del Prado, 4  
28071 MADRID

— En PROVINCIAS:

INTERVENCION DE HACIENDA de la localidad en que resida la Entidad Delegada que constituyó la *Garantía Otorgada por Terceros (Aval o Certificado de Seguro de Caucción)*.

Realizado el ingreso y expedida la CARTA DE PAGO, esta CARTA DE PAGO *original* deberá remitirse a:

MINISTERIO DE INDUSTRIA, TURISMO Y COMERCIO  
SERVICIO DE FIANZAS  
P.º Castellana, 162, Pl. 4.ª  
28071 MADRID

#### MINISTERIO DE INDUSTRIA, TURISMO Y COMERCIO

##### Secretaría General de Comercio Exterior

##### SUB. GRAL. COMERCIO EXTERIOR DE PRODUCTOS AGROALIMENTARIOS SERVICIO DE FIANZAS

Paseo de la Castellana, 162, cuarta planta, 28071 Madrid

Teléfonos: (91) 349 38 67 y 349 39 13