II. LOS RETOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN LA ACTUALIDAD

Jaime Caruana Lacorte

LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA

La creación del euro y la instauración de la política monetaria única han supuesto un paso trascendental en el proceso de integración europea. El proyecto nacía rodeado de incertidumbres debido a la falta de experiencias similares. Sin embargo, transcurridos siete años desde que entrara en funcionamiento la Unión Económica y Monetaria, puede constatarse que el euro es ampliamente utilizado en los mercados financieros internacionales, el Eurosistema goza de una elevada credibilidad y su política monetaria está sólidamente asentada, al tiempo que los mercados financieros europeos están cada vez más integrados.

Palabras clave: *política monetaria, mercados financieros, autoridad monetaria, integración europea, UEM, BCE, euro.*
Clasificación JEL: *E52, F42.*

1. Introducción

Tras la Segunda Guerra Mundial, comenzó en Europa un proceso de integración política y económica cuyos objetivos eran superar las disensiones del pasado y proporcionar prosperidad a los ciudadanos. La eliminación de barreras al comercio de bienes y servicios, primero, y a la circulación de capitales y mano de obra, después, constituyó un elemento crucial de este proyecto. Entretanto, se fue constatando la necesidad de que el proceso de apertura viniera acompañado de una cierta estabilidad en los tipos de cambio de las monedas de los países participantes, con el fin de evitar distorsiones competitivas que dañaran la integración comercial. Se observaron, entonces, las enormes dificultades que encontraban las autoridades nacionales para mantener sus compromisos de estabilidad cambiaria en un contexto de liberalización de los flujos financieros internacionales. Además, se percibió que la existencia de diferentes divisas representaba un obstáculo para el pleno funcionamiento del mercado único, limitando sus ventajas. Todo ello aconsejó avanzar un paso más para consolidar el proceso de integración con la creación de una moneda común, tal y como dispuso el Tratado de la Unión Europea firmado en 1992. Siete años más tarde, once Estados miembros (a los que más tarde se sumaría Grecia) reemplazaron sus monedas nacionales por el euro y una política monetaria única comenzó a aplicarse en todos los países que se habían incorporado a la nueva Unión Económica y Monetaria (UEM).

Junto con la consecución de una mayor integración económica de los países participantes, el éxito de la moneda única exigía que la nueva autoridad monetaria creada en 1998 —el Banco Central Europeo (BCE)— fuera capaz de cumplir con la compleja tarea asignada: proporcionar a más de 300 millones de ciudadanos europeos una divisa que inspirara tanta con-

fianza —en términos del mantenimiento de su poder adquisitivo— como las monedas nacionales más estables. De este modo, el BCE debía lograr que los ciudadanos del área del euro aceptaran de buen grado la nueva moneda y, para ello, diseñar una política monetaria que mereciera un alto grado de credibilidad. Esta tarea revestía una enorme complejidad derivada, entre otros factores, de la ausencia de un conocimiento suficiente sobre el funcionamiento de un área económica sometida a una importante transformación como consecuencia del cambio en el régimen vigente de política monetaria y cambiaria.

Seis años más tarde, el balance resulta satisfactorio, lo que es fruto tanto de los méritos del trabajo preparatorio realizado en los ámbitos estratégicos y operativos antes de la introducción del euro como de las actuaciones específicas que ha ido adoptando el BCE desde 1999 en sus diversas áreas de influencia.

Este artículo tiene por objeto repasar la experiencia de la política monetaria del BCE en el período transcurrido desde la introducción del euro. La segunda sección analiza los elementos centrales de la estrategia de la política monetaria y de la política de comunicación del BCE. La sección tercera presta atención al funcionamiento del marco operativo, mientras que la cuarta examina el modo en que la autoridad monetaria ha ido ejecutando su política a lo largo de este período. Por último, la sección cinco presenta algunas conclusiones.

2. La estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo

En las últimas décadas se ha ido forjando un consenso generalizado sobre el perjuicio que la inflación —incluso en tasas moderadas— ocasiona para la asignación eficiente de los recursos y, por tanto, para el crecimiento potencial de la economía. Además, también se acepta que, a largo plazo, la inflación es esencialmente un fenómeno monetario, por lo que resulta lógico que se asigne a la política monetaria el objetivo de contribuir al bienestar de los agentes asegurando la estabilidad de precios[1]. Dado que la política monetaria no puede estabilizar los movimientos de los precios a corto plazo debido a los retrasos con que sus acciones afectan normalmente a las variables económicas, sus objetivos se fijan habitualmente a medio plazo (Taylor, 1999).

Para realizar este cometido con garantías de éxito resulta preciso un marco institucional apropiado. En particular, resulta necesario aislar la política monetaria de las posibles interferencias de los gobiernos, pues la experiencia ha mostrado que las autoridades políticas tienen a menudo horizontes de actuación excesivamente cortos que resultan dañinos para el mantenimiento de la estabilidad de los precios, lo que, a la larga, resulta perjudicial para el logro de un crecimiento sostenido del producto. Hay razones de peso, por tanto, para delegar la política monetaria en una autoridad independiente que esté dotada de autonomía para la conducción y el diseño de los objetivos estratégicos de la política monetaria (Rogoff, 1985).

Estas ideas se plasman fielmente en el Tratado de la UE, que dotó al BCE de un elevado grado de autonomía que lo salvaguardara de interferencias exteriores y le encomendó el mantenimiento de la estabilidad de precios como objetivo primordial de su política monetaria. Para satisfacer este mandato, el BCE puso en pie, en 1998, una estrategia de política monetaria que proporciona un marco coherente tanto para el análisis interno y la toma de decisiones como para la explicación pública de las medidas adoptadas. La estrategia, que fue clarificada en 2003, se sustenta en tres principios básicos: una definición cuantitativa de la estabilidad de precios, el uso exhaustivo de toda la información disponible para el análisis de las tendencias inflacionistas y una política de comunicación externa que ha hecho del BCE uno de los bancos centrales más transparentes del mundo[2].

---

[1] El volumen editado por FELDSTEIN (1999) para el National Bureau of Economic Research constituye una referencia actualizada sobre este tipo de análisis.

[2] Puede encontrarse un análisis completo de la estrategia de política monetaria, sus características institucionales y los procedimientos

La definición de estabilidad de precios

El mandato, consagrado en el Tratado de la UE, de que el objetivo primordial de la política monetaria es el mantenimiento de la estabilidad de precios constituye la piedra angular de la estrategia de política monetaria del BCE. El Consejo de Gobierno decidió, al asumir sus funciones en 1998, que la estabilidad de precios se concretara en una definición cuantitativa, según la cual la tasa de crecimiento anual del Índice Armonizado de Precios de Consumo no debería superar, a medio plazo, el 2 por 100. Posteriormente, en mayo de 2003, el BCE clarificó que aspira a que la tasa de inflación se sitúe por debajo, pero en las proximidades, del 2 por 100. Esta clarificación tenía por objeto asegurar la existencia de un margen de seguridad suficiente que limite la posibilidad de que la economía incurra en situaciones de deflación. Adicionalmente, la fijación como objetivo de una tasa positiva de inflación se justificó por dos razones más: la existencia de diferenciales de inflación entre los países del área (de forma que un objetivo más estricto aumentaría el riesgo de que algunos países registraran crecimientos negativos de los precios) y la posibilidad de que haya sesgos positivos en la medición de las tasas de variación de los precios como consecuencia de un ajuste insuficiente de los cambios en la calidad de los bienes. Esta definición tiene la doble virtualidad de proporcionar un instrumento para evaluar las acciones del banco central de la zona del euro y de crear un ancla firme de las expectativas de inflación, lo que favorece que la fijación de precios y salarios se guíe por el objetivo del BCE en lugar de hacerlo por la evolución pasada. Así, se reduce significativamente la probabilidad de que los aumentos transitorios de la inflación desencadenen incrementos de segunda vuelta de precios y salarios.

operativos del Eurosistema en ISSING, GASPAR, ANGELONI y TRISTANI (2001).

El análisis de los riesgos para la estabilidad de precios

La estrategia del BCE toma directamente en consideración que las fluctuaciones de los precios a corto plazo escapan al control de las autoridades monetarias, por lo que el horizonte relevante para la política monetaria debe ser el medio plazo. De este modo, el BCE evita comportamientos activistas que introducirían una alta volatilidad en los tipos de interés y oscurecerían los mensajes de política monetaria, entorpeciendo la consecución del objetivo prioritario.

En todo caso, este horizonte de medio plazo no impide que el BCE, como el resto de los bancos centrales, deba formular su política monetaria haciendo frente a dificultades analíticas relevantes. Por un lado, no siempre resulta sencillo identificar las distintas perturbaciones que afectan a la economía en cada momento del tiempo. Por otro lado, incluso aunque las autoridades monetarias sean capaces de determinar la naturaleza de una perturbación cuando ésta se produce, la valoración de su impacto sobre las variables macroeconómicas es siempre una tarea compleja.

Por este motivo, al iniciar su andadura, el Consejo de Gobierno del BCE optó por diseñar un marco para la toma de decisiones que asegurara la utilización exhaustiva de toda la información relevante a la hora de valorar los riesgos para la estabilidad de precios. Así, este marco de actuación de la autoridad monetaria se apoya en sendos análisis económico y monetario. La lógica que subyace a esta aproximación reside en la diferente perspectiva temporal que rige el comportamiento de los precios en el corto y medio plazo —que viene dada por la interacción de multitud de variables que afectan a la oferta y a la demanda de bienes y servicios— y en el largo plazo, donde el crecimiento monetario desempeña un papel más relevante.

Dentro del análisis económico, las proyecciones elaboradas trimestralmente por el Eurosistema constituyen un importante ingrediente en la toma de decisiones de política monetaria en la medida en que permiten siste-

matizar la información disponible y ayudan a configurar un retrato coherente de la posible evolución futura. Sin embargo, sus resultados no pueden abarcar todos los matices y complejidades del análisis sobre el que se asientan las decisiones de política monetaria. Si estas decisiones se adoptaran exclusivamente a partir de las cifras concretas de inflación prevista, no estaría haciéndose un uso eficiente de la información disponible, puesto que esas proyecciones son el resultado de una combinación de supuestos a partir de la cual solamente se obtiene uno de los diversos escenarios posibles. Por consiguiente, es preciso que las autoridades monetarias analicen cuidadosamente la probabilidad y las implicaciones de los distintos escenarios concebibles antes de decidir la reacción más adecuada en este entorno incierto.

En este sentido, la información sobre la evolución previsible de los precios proporcionada por el análisis monetario permite detectar la influencia de factores asociados a la evolución de la liquidez, el crédito y otras variables monetarias y financieras que, normalmente, no aparecen recogidas en los ejercicios de previsión. Este tipo de indicadores, junto con otros de naturaleza real y financiera, pueden contribuir, además, a identificar desarrollos insostenibles en los mercados de activos con efectos desproporcionadamente adversos sobre la actividad y la estabilidad de precios.

La transparencia y la política de comunicación

Como se ha indicado, académicos y banqueros centrales han llegado a un amplio consenso en las últimas décadas acerca de los desarrollos institucionales que contribuyen a asegurar que la política monetaria sea aplicada de una forma coherente a lo largo del tiempo, de modo que el objetivo de estabilidad de precios sea más fácilmente alcanzable. Estos desarrollos se concretan en la concesión de una independencia plena y de un mandato claramente definido a los bancos centrales. La lógica contrapartida de esta independencia es el deber del banco central de actuar de manera transparente, rindiendo cuenta de sus acciones mediante la presentación al público del marco analítico empleado para valorar los flujos de información disponibles y de su utilización para la adopción de sus decisiones de política monetaria en cada momento del tiempo, lo que permite medir los resultados alcanzados por el banco central y, en particular, el grado de cumplimento de su mandato.

Además, lejos de constituir una mera obligación, la transparencia de un banco central independiente y una política de comunicación efectiva contribuyen notablemente a la eficacia de sus acciones, al proporcionar una guía a las expectativas de inflación de los agentes, quienes pueden así adoptar sus decisiones en un entorno de menor incertidumbre. En particular, un banco central debe ser capaz de comunicar con claridad cuáles son los logros a los que la política monetaria puede aspirar. Así, las autoridades monetarias se enfrentan al reto de explicar las desviaciones temporales de la senda de la tasa de inflación respecto a la definición de estabilidad de precios que están causadas por perturbaciones transitorias que no pueden ser contrarrestadas por la política monetaria.

Junto a estas motivaciones, en el caso del BCE, el afán de dar a conocer de manera transparente los criterios que guían sus acciones de política monetaria se nutre también de las circunstancias específicas que vienen dadas por tratarse de una institución con una trayectoria histórica muy corta y la peculiaridad de operar en un entorno pluricultural y multilingüe.

La política de comunicación del BCE discurre a través de elementos tales como los comunicados preliminares emitidos después de cada primera reunión mensual del Consejo de Gobierno y las ruedas de prensa celebradas inmediatamente después. Los comunicados preliminares constituyen un resumen de las deliberaciones del Consejo de Gobierno, en los que se proporciona una valoración actualizada acerca de la situación económica, de los riesgos para la estabilidad de precios y, en definitiva, del contexto que determina la orientación de la política monetaria. Las ruedas de prensa —un instrumento

no utilizado de forma regular por ningún otro de los principales bancos centrales— permiten, además, una interacción directa con los medios de comunicación especializados y, a través de ellos, con todos los ciudadanos europeos.

El análisis de las decisiones de política monetaria que se proporciona al comienzo de cada mes se complementa con la aparición del Boletín Mensual, que ofrece una explicación más exhaustiva de las valoraciones y los datos que subyacen a esas decisiones tan sólo unos pocos días después de que sean adoptadas. Además, con carácter trimestral, el BCE y el Eurosistema ofrecen al público las proyecciones sobre las principales variables macroeconómicas que se realizan a un horizonte de 2 ó 3 años vista. Finalmente, tras su segunda reunión mensual, el Consejo de Gobierno del BCE da a conocer las decisiones adoptadas en sus diferentes ámbitos de competencia, al tiempo que, con una elevada periodicidad, sus distintos miembros realizan intervenciones en las que ofrecen la visión de la autoridad monetaria acerca de distintas cuestiones en esos ámbitos.

Todos estos elementos convierten al BCE en uno de los bancos centrales que hacen un mayor hincapié en dar a conocer de una forma transparente los criterios que guían sus acciones de política monetaria.

3. La instrumentación de la política monetaria

Tan importante como realizar un adecuado análisis de la situación económica y de las perspectivas inflacionistas de la economía, ordenado siguiendo las pautas de una estrategia clara de política monetaria, es asegurar que las decisiones de política monetaria se transmiten de modo rápido y eficaz a los mercados financieros y, en última instancia, a todos los agentes económicos. Ello se consigue a través del buen funcionamiento del marco operativo.

La instrumentación de la política monetaria descansa en la capacidad que tienen los bancos centrales para equilibrar el mercado de reservas bancarias a través de sus operaciones de inyección o drenaje de liquidez y, por tanto, para influir en el tipo de interés al que se intercambian los activos de caja. Su actuación afecta, por lo tanto, a los tramos cortos de la curva de rendimientos, aunque, lógicamente, se transmite a los plazos más largos a través de los mecanismos de expectativas.

El Eurosistema, como la mayoría de los bancos centrales, estableció como objetivo operativo el control de un tipo de interés a muy corto plazo. A la hora de diseñar el marco operativo de la política monetaria del Eurosistema se tuvo en cuenta ese objetivo, así como la *descentralización* en la instrumentación de la política monetaria, de modo que fueran los bancos centrales nacionales quienes realizaran las operaciones con las entidades de crédito localizadas en sus respectivos países. Además, se trató de que ese marco operativo respetara en la medida de lo posible criterios de mercado, de modo que su introducción no supusiera la introducción de complejidad o costes excesivos para el sistema bancario, ni introdujera distorsiones competitivas.

Teniendo en cuenta estos principios se estableció un marco operativo que consta esencialmente de tres componentes: en primer lugar, unos mecanismos para proporcionar liquidez a las entidades, que son operaciones regulares de mercado abierto, en las que se proporciona la financiación al sistema bancario. En estas operaciones destacan las denominadas operaciones principales de financiación, que se celebran semanalmente, suministran el grueso de la liquidez que precisan las entidades y cuyo tipo de interés es la referencia básica de la política monetaria del Eurosistema. También existen las denominadas operaciones de financiación a más largo plazo, pero este instrumento sirve exclusivamente para conceder liquidez a un horizonte más prolongado y no para aportar ninguna señal adicional en términos de política monetaria.

En segundo lugar, se encuentran las llamadas facilidades permanentes, que son dos instrumentos —la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito— que permiten a las entidades resolver problemas esporádicos en la gestión de su liquidez recurriendo al banco central, que presta financiación o acepta depósitos a de-

manda de las entidades, aunque a un tipo más alto que el de referencia en el primer caso y por debajo en el segundo. Una característica de estas facilidades es que, por su propia definición, contribuyen a limitar el grado de volatilidad de los tipos de interés de mercado a corto plazo pues las entidades no prestarán a otras por debajo del tipo de interés de la facilidad de depósito ni tomarán prestado, si tienen garantías suficientes, por encima del tipo de la facilidad de crédito.

El tercer elemento fundamental del marco operativo es la existencia de un sistema de reservas mínimas (o coeficiente de caja) por el que las entidades deben mantener un determinado nivel de saldos líquidos en su cuenta corriente en el banco central, que se define en función de una parte de los pasivos emitidos y que se remunera a tipos de mercado, lo que reduce considerablemente la magnitud del impuesto implícito que podría contener ese instrumento. La característica esencial de las reservas mínimas es que se exigen en promedio de un período de mantenimiento, que dura un mes, de modo que a lo largo de ese período las entidades cuentan con un colchón de liquidez con el que pueden afrontar las perturbaciones del mercado monetario al tiempo que tienen incentivos para contribuir a suavizar las oscilaciones de los tipos de interés prestando o tomando prestadas reservas en función de la situación del mercado.

Finalmente, entre el instrumental en poder del Eurosistema, se encuentran las llamadas operaciones de ajuste (o de *fine tuning*) que permiten que en cualquier momento las autoridades monetarias intervengan en el mercado para equilibrar la situación de liquidez si se juzga oportuno, sin necesidad de esperar a que se celebre una operación regular. En general, el marco operativo se ha diseñado con la finalidad de que estas operaciones no sean muy frecuentes y, de hecho, en los seis años y medio de vida de la UEM, su utilización ha sido, en general, esporádica.

Desde el primer momento, los mecanismos para garantizar una instrumentación homogénea de la política monetaria en todo el área se han mostrado muy potentes, de modo que se ha observado una redistribución eficiente de la liquidez a lo largo de la zona del euro, que ha permitido que los tipos de interés de los mercados monetarios nacionales hayan convergido totalmente. La disponibilidad de un sistema de pagos mayoristas transfronterizo ágil y seguro, conocido como TARGET, ha contribuido asimismo a ese buen funcionamiento de los mercados. En este sentido, el lanzamiento en los próximos años de TARGET2, que supondrá una integración todavía más completa de las plataformas de pagos nacionales, favorecerá aún más la eficiencia en la gestión de la liquidez de las entidades de crédito.

Estos resultados han sido consecuencia de una adecuada planificación y reflexión en los años previos al comienzo de la UEM, pero también obedecen al proceso de aprendizaje que ha tenido lugar desde 1999 y que ha permitido ir adaptando algunos elementos del marco operativo cuyo comportamiento no estaba siendo el esperado.

Entre estos cambios cabe destacar la decisión adoptada en 2001, por la que se determinó que el Consejo de Gobierno del BCE sólo modificaría los tipos de intervención en la primera reunión del mes —salvo circunstancias excepcionales—, con lo que, una vez celebrada esa reunión, las entidades podían confiar en que los tipos establecidos iban a mantenerse durante el mes siguiente. Esto permitió estabilizar las expectativas de tipos de interés, que, anteriormente, oscilaban quincenalmente, ante la celebración de cualquiera de las reuniones de ese Consejo. De la misma forma, en 2004 el plazo de las operaciones principales de financiación se redujo de dos a una semana, al tiempo que se modificó la definición del período de mantenimiento, con el fin de que empezara cuando se liquidaba la operación principal de financiación cuyo tipo de interés había decidido el Consejo de Gobierno del BCE y terminara antes de que se liquidara la operación sobre la que decidiría el siguiente Consejo con discusión de política monetaria. De esta manera, se ha asegurado que todo el período de mantenimiento está aislado de cualquier expectativa de cambio en los tipos de interés del Eurosistema, mientras

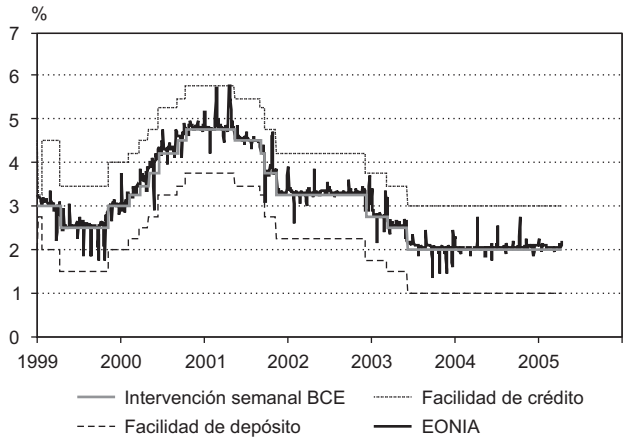
que, antes, el solapamiento de las operaciones principales de financiación entre dos períodos de mantenimiento o el hecho de que los agentes esperaran cambios en los tipos de interés en medio de estos períodos alimentaban diferentes estrategias de cumplimiento del coeficiente de reservas mínimas, que introducían variabilidad en los tipos de interés a corto plazo.

Los resultados de la aplicación de este marco operativo han sido bastante satisfactorios. Como se observa en el Gráfico 1, el tipo de interés a un día (EONIA) ha seguido en todo momento la evolución del tipo de intervención del Eurosistema. El paso a las subastas a tipo variable en las operaciones principales de financiación se realizó también sin dificultades: en la parte izquierda del Gráfico 2 se comprueba que el tipo EONIA no se ha separado significativamente de la referencia marcada en las operaciones principales de financiación. Como se ve en la parte derecha de ese gráfico, el tipo marginal raras veces ha superado en más de 10 puntos básicos al tipo mínimo de las subastas semanales. Por otra parte, los análisis realizados en el Banco de España demuestran que la volatilidad de los tipos de interés a un día en la UEM es relativamente pequeña e inferior, en todo caso, a la que muestran los mercados monetarios de otros países. Además, esa volatilidad se concentra en los últimos días del período de mantenimiento, cuando desaparece la capacidad estabilizadora del coeficiente de caja, pero no hay señales de que entonces se transmita a otros plazos del mercado más relevantes para las decisiones de gasto de los agentes (Alonso y Blanco, 2005).

En suma, la instrumentación de la política monetaria ha mostrado a lo largo de estos años una capacidad satisfactoria para canalizar hacia los mercados financieros las decisiones adoptadas por el Eurosistema, siguiendo un patrón que, en un primer momento, ha puesto más énfasis en los elementos de continuidad, lo que permitió realizar una transición suave desde la instrumentación de las políticas monetarias nacionales hacia la única del Eurosistema, para después mostrarse lo suficientemente flexible como para ir adaptando su contenido en respuesta a los problemas que han ido detectándose, a las exigencias de un control más preciso de los objetivos y a la necesidad de construir un marco operativo más armónico entre los países de la zona.

GRÁFICO 1

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y TIPO INTERBANCARIO A 1 DÍA



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

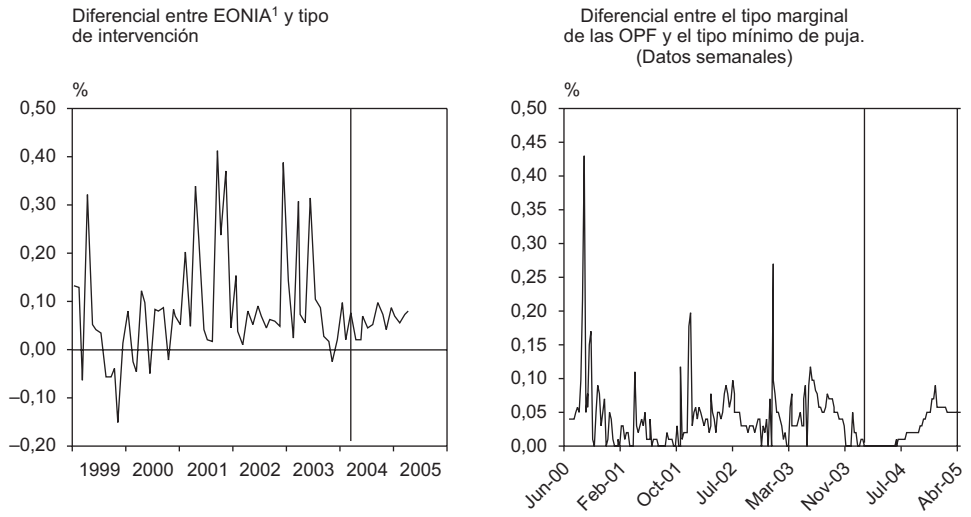
4. Las decisiones de política monetaria

Si exceptuamos los primeros meses de 1999, las decisiones de política monetaria del Eurosistema desde el comienzo de la UEM se inscriben en dos grandes etapas: la primera, de restricción monetaria progresiva, que abarca desde finales de 1999 hasta comienzos de 2001, y la segunda, de relajación de las condiciones monetarias, que se inició hacia mediados de ese año.

Tras un inicio vacilante, la zona del euro se encontró en 1999 en una situación económica propicia, con un crecimiento apreciable del producto, que se basaba en unos tipos de interés que para muchos países que se habían incorporado a la zona eran muy favorables en comparación con su experiencia histórica y en una sig-

GRÁFICO 2

OPERACIONES PRINCIPALES DE FINANCIACIÓN (OPF) Y COMPORTAMIENTO DE LOS MERCADOS MONETARIOS*



NOTAS: * La línea vertical señala la implantación de los cambios en el marco operativo de ejecución de la política monetaria.
[1] Media del período de mantenimiento. EONIA: Tipo de interés a 1 día.
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

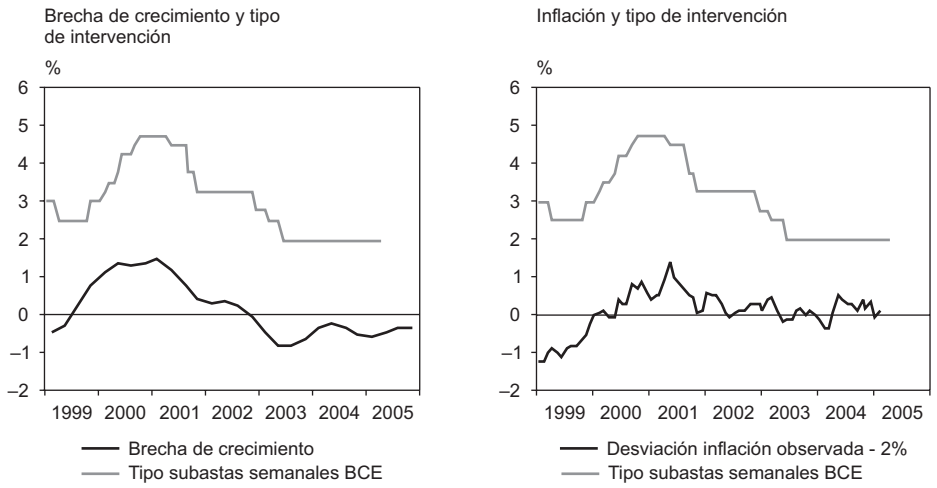
nificativa depreciación del tipo de cambio, especialmente frente al dólar, que fortaleció considerablemente las exportaciones netas del área. En este contexto, la inflación, que, al comienzo de 1999, se situaba sustancialmente por debajo del 2 por 100, fue acelerándose gradualmente, hasta colocarse cerca del 3 por 100 a finales de 2000. En estas circunstancias, el Eurosistema reaccionó elevando en diversos momentos el tipo de intervención de las operaciones principales de financiación, que pasó del 2,5 por 100 que se había mantenido hasta noviembre de 1999 al 4,75 por 100 en octubre de 2000. El aumento de 225 puntos básicos se repartió en siete subidas, cinco por un importe de 25 puntos básicos, y dos de 50 puntos básicos.

El ciclo de relajación progresiva de la política monetaria se inició en mayo de 2001, cuando la crisis bursátil en Estados Unidos estaba empezando a mostrar sus efectos no sólo sobre aquel país, sino también sobre las Bolsas internacionales y la economía europea. Los atentados terroristas de septiembre de 2001 agravaron adicionalmente las perspectivas económicas que, en el caso de la zona del euro, se deterioraron, además, por la reversión de la tendencia hacia la depreciación del euro, lo que dañó la competitividad de la economía europea en un momento en que la demanda interna se estaba debilitando. En este ciclo, los tipos de interés de intervención se redujeron desde el 4,75 por 100 hasta el 2 por 100 en junio de 2003, nivel en el que han permanecido hasta la fecha y que constituye un mínimo histórico para los países de la UEM. De las siete decisiones de reducción de tipos de intervención adoptadas en ese período, cuatro fueron por un importe de 50 puntos básicos, lo que muestra la relativa brusquedad con la que fue haciéndose patente la pérdida de dinamismo de la zona del euro.

En general, la política monetaria ha demostrado una gran capacidad para adaptarse a las circunstancias cí-

GRÁFICO 3

EVOLUCIÓN DE LA BRECHA DE CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA EUROPEA* Y LOS TIPOS DE LA POLÍTICA MONETARIA



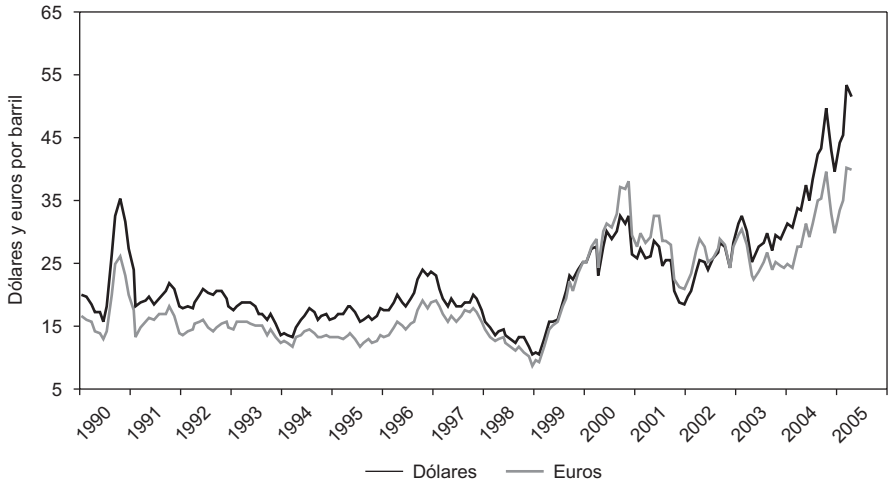
NOTA: * Diferencia entre el PIB observado y el producto potencial.
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

clicas, en contra de algunas críticas vertidas que consideraban que, al establecer la estabilidad de precios como objetivo de la política monetaria, se imponía un sesgo en contra del crecimiento en la zona del euro. La experiencia ha avalado que, por el contrario, el fuerte compromiso con el mantenimiento de ese objetivo ha permitido mantener niveles de los tipos de interés relativamente reducidos sin que ello haya supuesto niveles elevados de la inflación esperada ni, por tanto, de los tipos de interés a largo plazo. De este modo, la credibilidad del compromiso antiinflacionario del Eurosistema ha permitido sostener unas condiciones financieras muy propicias para la expansión del gasto.

Así, en la parte izquierda del Gráfico 3 se comprueba la elevada correlación entre la evolución de la brecha de crecimiento de la economía europea —que mide la diferencia entre el PIB observado y el producto potencial— y la evolución de los tipos de la política monetaria. La relación entre estos tipos de interés y la desviación de la tasa interanual de crecimiento del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) respecto al 2 por 100 —que es la referencia que el Eurosistema utiliza en su definición de estabilidad de precios— es, en cambio, menos nítida. Esto sugiere que, en la línea de lo establecido en la estrategia de política monetaria, el Eurosistema ha centrado sus esfuerzos en preservar la estabilidad de precios a medio plazo, de modo que no ha reaccionado a posibles incrementos de la inflación cuando ha considerado que eran transitorios y no ponían en peligro el mantenimiento de la inflación esperada en tasas moderadas (ver Gráfico 5). Este hecho es especialmente relevante en los últimos años, pues el Eurosistema ha recortado sus tipos de interés en momentos en que el IAPC se encontraba por encima del 2 por 100, dejando claro así que su objetivo prioritario de estabilidad de precios no suponía ningún automatismo ni rigidez en la conducción de la política monetaria.

GRÁFICO 4

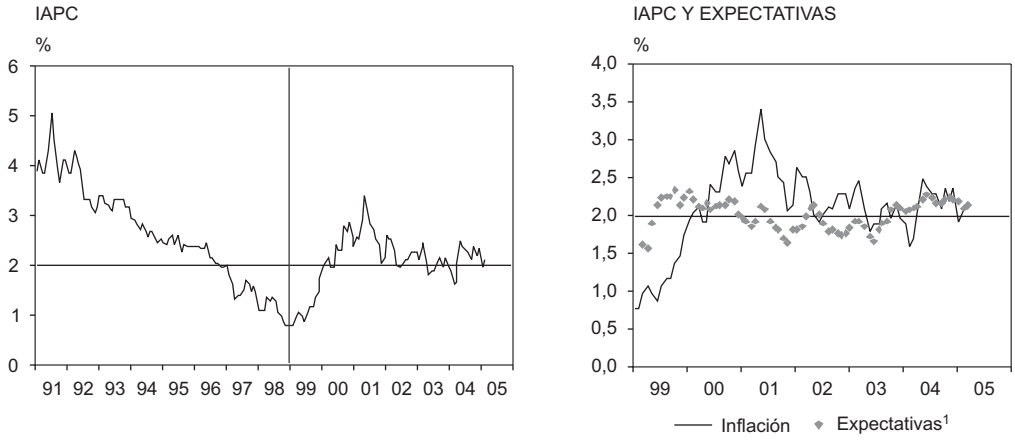
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

GRÁFICO 5

EVOLUCIÓN DEL IAPC* Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



NOTAS: * IAPC = Índice Armonizado de Precios al Consumo.
[1] Tasa de inflación implícita en los bonos a 10 años de Francia indiciados con la inflación del área.
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

La actuación del Banco Central Europeo no se ha visto en ocasiones facilitada por la política presupuestaria, cuya contribución a las tareas de estabilización ha sido, en general, insuficiente. Por un lado, en el período de

alto crecimiento al comienzo de la UEM, las políticas fiscales nacionales adoptaron una orientación expansiva, intensificando las presiones de gasto y de precios y, por tanto, entorpeciendo la labor de la política monetaria. Por otro lado, y lo que es más importante, ese sesgo supuso más adelante la imposibilidad de contar con un margen de maniobra suficiente con el que afrontar la siguiente etapa de desaceleración cíclica, lo que tuvo dos resultados muy negativos: en primer lugar, la política fiscal no pudo utilizar todo el potencial estabilizador con el que cuenta para limitar el empeoramiento de los saldos presupuestarios, que en muchos países se situaron en un nivel próximo o por encima del nivel máximo admitido en el Tratado de la UE, por lo que en algunos períodos tuvieron que adoptar medidas procíclicas; en segundo lugar, el rápido deterioro de las finanzas públicas en un contexto de incumplimiento de las normas de disciplina fiscal y de intenso debate sobre la sostenibilidad de los niveles de gasto que implicaba el estado del bienestar afectó a la confianza de los agentes, lo que deprimió el gasto y las perspectivas de renta.

Debe destacarse que, en el período más reciente, el sustancial encarecimiento del petróleo ha sido uno de los obstáculos que han impedido el descenso de las tasas de inflación (véase el Gráfico 4). Este fenómeno ha complicado la toma de decisiones de política monetaria, especialmente en 2004 y la parte transcurrida de 2005, pues frecuentemente la tasa de inflación se ha situado por encima del 2 por 100. En este contexto, la debilidad del gasto de los agentes y los moderados incrementos salariales, han contribuido a moderar las previsiones inflacionistas y, de este modo, han propiciado el sostenimiento de una orientación acomodante de la política monetaria, aunque los riesgos derivados de una transmisión más intensa del encarecimiento de la energía a los precios interiores han exigido que el BCE mantuviera una actitud vigilante sobre la evolución de las perspectivas de evolución de los precios. En todo caso, la política monetaria ha constituido un soporte valioso de la actividad económica al contribuir de modo directo al mantenimiento del coste de oportunidad del consumo y la inversión en niveles muy reducidos. Esta orientación no ha impedido, sin embargo, que el PIB haya aumentado a un ritmo lento durante la mayor parte del período, dada la naturaleza fundamentalmente estructural de los problemas que aquejan a la economía europea, ante los que una política de gestión de la demanda agregada tiene una efectividad limitada.

En toda unión monetaria se observa frecuentemente una evolución divergente de las variables macroeconómicas fundamentales, tales como los ritmos de aumento del producto o de los precios, en las distintas regiones que la componen. La UEM no es una excepción en este sentido. De hecho, desde su inicio se han observado diferencias en las trayectorias económicas de sus Estados miembros cuya magnitud no ha sido dramática, pero sí significativa. Tales diferencias sólo resultan, en principio, preocupantes en la medida en que muestren un grado notable de persistencia. En ese caso, dado que la política monetaria debe enfocarse a las condiciones prevalecientes en el conjunto del área, las discrepancias sostenidas pueden dañar la efectividad de las acciones del banco central y, sobre todo, dificultar su política de comunicación. Ello subraya el interés colectivo en que las políticas fiscales nacionales conserven un margen de maniobra suficiente para que los estabilizadores automáticos puedan modular divergencias en la evolución de la demanda en los distintos países y, sobre todo, de que sean introducidas, de forma decidida, reformas estructurales que flexibilicen la respuesta de las economías ante las diversas perturbaciones.

5. Conclusiones

La implantación del euro y de la política monetaria única estuvo rodeada de un cierto grado de incertidumbre, habida cuenta de la ausencia de experiencias recientes similares, de la considerable complejidad logística del proyecto y de que las economías de la zona todavía mostraban una convergencia insuficiente en algunos aspectos. Cuando se cumplen ahora siete años del es-

tablecimiento del Banco Central Europeo y la política monetaria única lleva más de seis años en vigor, debe constatarse que la incertidumbre se ha disipado, en general, favorablemente. En un corto período, el Eurosistema se ha hecho acreedor de una elevada credibilidad, que se observa en la creciente aceptación del euro como moneda de denominación en los mercados financieros internacionales, en el reducido nivel de los tipos de interés a largo plazo —que han convergido hacia las tasas que experimentaban los países de la zona con unos mejores registros históricos de estabilidad macroeconómica—, en la creciente integración de los mercados financieros nacionales y en el mantenimiento de unas expectativas de inflación moderadas. Quizá aún es pronto para evaluar el impacto de la moneda única en el comportamiento del comercio entre los países de la zona, pero ya puede constatarse la mayor transparencia que el euro ha supuesto en las transacciones económicas del área y el blindaje que ha introducido ante perturbaciones financieras internacionales, que, en el pasado, afectaban de forma significativa y asimétrica a las economías nacionales.

El éxito de la política monetaria no estriba sólo en un adecuado trabajo preparatorio, que absorbió gran cantidad de esfuerzos en la década de los años noventa, sino también en la capacidad que el Eurosistema ha mostrado para adaptar su comportamiento al de los agentes y mercados, mejorar el diseño de sus instrumentos y de su política de comunicación, y aclarar el contenido de su estrategia. Estos cambios han sido producto de un intenso ejercicio de reflexión dentro del Eurosistema, en el que los bancos centrales nacionales han desempeñado un papel muy relevante, mediante su participación en la red de comités y grupos de trabajo existentes, especializados en las principales áreas relevantes para un banco central. Además, estas modificaciones se han introducido gradualmente, lo que ha permitido una adaptación suave y fluida de los agentes a los cambios.

La política monetaria del Eurosistema está sólidamente asentada, lo que resulta imprescindible para afrontar con garantías los importantes retos que se presentan en un mundo crecientemente globalizado. Así, el incremento de la correlación entre los mercados financieros internacionales complica la ejecución de la política monetaria al hacer más complejo su mecanismo de transmisión. Además, la persistencia de significativos desequilibrios en la economía mundial —en especial, el elevado déficit exterior estadounidense— dibuja un panorama incierto sobre la evolución cambiaria del euro, moneda que mantiene un tipo de cambio flexible y que, en los últimos años, se ha visto muy afectada por el ajuste a la baja del dólar en los mercados de divisas. La continuada debilidad de la actividad en la zona del euro y las persistentes perturbaciones registradas en el mercado de petróleo constituyen, asimismo, un desafío para la política monetaria, pues representan un marco complejo para la toma de decisiones, dado el impacto inflacionista a corto plazo del encarecimiento de la energía y las dificultades para evaluar su posible arraigo en las perspectivas de inflación. Hasta el momento, las señales procedentes de diversos indicadores —como los incrementos salariales negociados, las expectativas de inflación de los agentes o la implícita en los bonos indiciados— apuntan, no obstante, a que la transmisión del *shock* del petróleo a la inflación, está siendo limitada por lo que la política monetaria ha podido mantener un tono relativamente laxo en el período más reciente.

Con todo, la adecuada ejecución de la política monetaria no ha impedido que la economía europea haya tenido un comportamiento algo decepcionante desde la introducción de la moneda única en 1999. Es una realidad que la zona del euro no ha sido capaz, todavía, de aprovechar todas las facilidades que supone la elevada integración económica para aumentar la prosperidad de los ciudadanos. Las autoridades europeas son plenamente conscientes de esta situación desfavorable y han realizado una diagnosis certera de las deficiencias estructurales que la originan e incluso han diseñado programas de reforma —como los que constituyen el proceso de Lisboa— que pueden resultar muy eficaces para resolver los problemas. Sólo cabe esperar que los gobiernos na-

cionales encuentren la determinación política necesaria para instrumentar tales programas, venciendo las resistencias con las que tropiezan, a menudo, las iniciativas más ambiciosas de política económica.

Referencias bibliográficas

[1] ALONSO, F. y BLANCO, R. (2005): «Is the Volatility of EONIA Transmitted to Longer Term Money Market Interest Rates?», de próxima publicación en la serie de Documentos de Trabajo del Banco de España.

[2] FELDSTEIN, M. (ed.) (1999): *The Costs and Benefits of Price Stability,* National Bureau of Economic Research Conference Report, The University of Chicago Press.

[3] ISSING, O.; GASPAR, V.; ANGELONI, I. y TRISTANI, O. (2001): *Monetary Policy in the Euro Area: Strategy and Decision-Making at the European Central Bank,* Cambridge University Press.

[4] ROGOFF, K. (1985): «The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target», *Quarterly Journal of Economics,* número 100, noviembre, páginas 1169-1189.

[5] TAYLOR, J. B. (ed.) (1999): *Monetary Policy Rules,* National Bureau of Economic Research Studies in Business Cycles, The University of Chicago Press.