

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE CC. ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
Departamento de Economía Aplicada III.
Política Económica



**LA POLÍTICA MONETARIA DE LA UEM: UN ANÁLISIS
VALORATIVO**

**MEMORIA PRESENTADA PARA OPTAR AL GRADO DE
DOCTOR POR Marta Galiano Sevilla**

Bajo la dirección del Doctor:
José Alberto Parejo Gámir

Madrid, 2002

ISBN: 84-669-2255-5

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Departamento de Economía Aplicada III

Política Económica

**LA POLÍTICA MONETARIA DE LA UEM:
UN ANÁLISIS VALORATIVO**

Director de la Tesis Doctoral:
Dr. D. José Alberto Parejo Gámir

Autor:
D^{ña}. Marta Galiano Sevilla

Madrid, Marzo de 2002

A mi madre, por su ejemplo.

ÍNDICE GENERAL

ÍNDICE GENERAL

<u>CAPÍTULO 1</u>	<u>INTRODUCCIÓN</u>	1
<u>CAPÍTULO 2</u>	<u>LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA: PLANTEAMIENTOS INICIALES Y MARCO GENERAL</u>	15
2.1.	INTRODUCCIÓN	19
2.2.	LOS OBJETIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA	22
2.2.1.	El objetivo de estabilidad monetaria	24
2.2.1.1.	Elección del indicador de estabilidad monetaria	25
2.2.1.2.	Valor óptimo de la tasa de inflación	28
2.2.1.3.	Costes de la inflación	31
2.2.1.4.	Costes de la desinflación	34
2.2.1.4.1.	Velocidad óptima de desinflación	36
2.2.1.4.2.	Flexibilidad óptima de la política monetaria	38
2.2.2.	El objetivo de estabilidad financiera	39
2.2.2.1.	Función de supervisión y garantía de la estabilidad financiera	41
2.2.2.2.	Función de prestamista en última instancia	43
2.2.3.	El objetivo de estabilidad de precios en la UEM	45
2.3.	LOS BANCOS CENTRALES COMO RESPONSABLES DEL DISEÑO Y EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	50
2.3.1.	¿Cómo deben actuar?	50
2.3.2.	¿Cómo no deben actuar?	56
2.3.3.	Exigencias a los bancos centrales en el desarrollo de sus funciones	59
2.3.3.1.	Credibilidad y reputación de los bancos centrales	59
2.3.3.1.1.	La credibilidad del banco central: aspectos fundamentales	60
2.3.3.1.2.	Medidas de la credibilidad del banco central	64
2.3.3.1.3.	La reputación como factor determinante de la credibilidad	66
2.3.3.2.	Independencia de los bancos centrales	67
2.3.3.2.1.	Justificación de la independencia de un banco central	69
2.3.3.2.2.	Tipos de independencia y diversidad de modelos existentes	73
2.3.3.2.2.1.	Tipos de independencia	74
2.3.3.2.3.	Medidas de independencia y aplicación al BCE	78
2.3.3.3.	Dación de cuentas. Accountability	84
2.3.3.3.1.	Concepto de Accountability	84
2.3.3.3.2.	Un indicador de la rendición de cuentas	89
2.3.3.3.3.	Independencia <i>versus</i> accountability	95
2.3.3.4.	Transparencia. Información y comunicación	98
2.3.4.	¿Son los bancos centrales los agentes adecuados para la consecución de los objetivos de política monetaria?	102
2.3.5.	El Banco Central Europeo como responsable de la política monetaria	106
2.3.5.1.	Organización del SEBC	108
2.3.5.2.	Funciones del BCE y del SEBC	110

2.3.5.2.1. Funciones básicas	111
2.3.5.2.2. Funciones consultivas	111
2.3.5.2.3. Otras funciones	111
2.3.5.3. Aspectos característicos del BCE: Independencia y Transparencia	112
2.4. CONCLUSIONES FUNDAMENTALES RESPECTO AL MARCO DE APLICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA.....	114
<u>CAPÍTULO 3 ASPECTOS TEÓRICOS DE LA POLÍTICA MONETARIA</u>	119
3.1. EL CONTENIDO TEÓRICO DE LA POLÍTICA MONETARIA.....	123
3.2. ESTRATEGIAS DE LA POLÍTICA MONETARIA	127
3.2.1. Estrategia basada en la utilización de los agregados monetarios como objetivos intermedios	131
3.2.1.1. Concepto y características fundamentales.....	131
3.2.1.2. Requisitos necesarios para la aplicación de la estrategia monetaria. Especial referencia a la función de demanda de dinero y al caso concreto de la UEM.....	137
3.2.1.3. Ventajas e inconvenientes de la estrategia monetaria.....	148
3.2.1.4. Resultados de la aplicación de la estrategia monetaria	150
3.2.2. Estrategia basada en la utilización de objetivos directos de inflación.....	156
3.2.2.1. Concepto y características fundamentales de la estrategia directa	156
3.2.2.2. Aspectos técnicos.....	160
3.2.2.2.1. Fijación del objetivo.....	160
3.2.2.2.2. Definición del objetivo.....	162
3.2.2.2.2.1. ¿Objetivo de tasa de inflación o de nivel de precios?.....	162
3.2.2.2.2.2. Elección del índice de precios.....	163
3.2.2.2.2.3. Nivel del objetivo	166
3.2.2.2.2.4. Horizonte temporal del objetivo.....	169
3.2.2.2.2.5. Elección entre un valor fijo o una banda de fluctuación del objetivo	170
3.2.2.2.2.6. Velocidad de aproximación al objetivo	172
3.2.2.2.3. El marco operativo	174
3.2.2.3. Marco Institucional	180
3.2.2.4. Ventajas e inconvenientes de la estrategia directa.....	184
3.2.2.4.1. Ventajas.....	184
3.2.2.4.2. Inconvenientes de la estrategia directa.....	186
3.2.2.5. Resultados obtenidos en la aplicación de la estrategia directa	188
3.3. LOS INSTRUMENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA.....	193
3.4. LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LOS EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA.....	196

<u>CAPÍTULO 4 LA ESTRATEGIA DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA</u>	201
4.1. LA IMPORTANCIA DE LA ESTRATEGIA DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LA UEM	205
4.2. CRITERIOS DETERMINANTES PARA LA SELECCIÓN DE LA ESTRATEGIA DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA	209
4.2.1. Principios generales de la estrategia.....	210
4.2.1.1. Eficacia	210
4.2.1.2. Rendición de cuentas	212
4.2.1.3. Transparencia	213
4.2.1.4. Orientación a medio plazo.....	215
4.2.1.5. Continuidad	215
4.2.1.6. Coherencia con la independencia del SEBC	216
4.2.2. El contexto específico existente al inicio de la UEM.....	217
4.3. LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA ORIENTADA HACIA LA ESTABILIDAD DEL SEBC	221
4.3.1. Elementos necesarios en una estrategia para la UEM.....	222
4.3.2. La estrategia de política monetaria del BCE: una estrategia mixta.....	225
4.3.3. Elementos principales de la estrategia.....	230
4.3.3.1. Definición cuantitativa del objetivo de la estabilidad de precios	231
4.3.3.1.1. El Índice Armonizado de Precios al consumo (IAPC).....	232
4.3.3.1.2. Contenido de la definición de la estabilidad de precios	234
4.3.3.1.3. Horizonte temporal de medio plazo	236
4.3.3.2. El agregado monetario M_3 como indicador de referencia para la política monetaria única	237
4.3.3.2.1. La importancia de los agregados monetarios en una estrategia de política monetaria.....	238
4.3.3.2.2. La definición de los agregados en el área de euro	240
4.3.3.2.2.1. Las Instituciones Financieras monetarias (IFM).....	241
4.3.3.2.2.2. Los criterios micro y macroeconómicos utilizados en la definición de los agregados.....	243
4.3.3.2.2.3. La definición de los agregados monetarios por el BCE	246
4.3.3.2.2.4. Los agregados monetarios del área del euro	248
4.3.3.2.2.5. Evolución de los agregados monetarios en el área	252
4.3.3.2.3. La consideración de M_3 como valor de referencia: el primer pilar de la estrategia	259
4.3.3.2.4. La obtención del valor de referencia.....	262
4.3.3.3. La utilización de un amplio conjunto de indicadores: el segundo pilar de la estrategia.....	268
4.3.3.3.1. La evaluación de las perspectivas de evolución de los precios basada en un análisis detallado de un conjunto de variables informativas.....	268
4.3.3.3.2. Las variables utilizadas como indicadores de la situación económica y financiera	271
4.3.3.3.2.1. Los indicadores de coyuntura	271

4.3.3.3.2.2. Indicadores de los mercados financieros	288
4.3.3.3.2.3. Los indicadores de confianza basados en encuestas.....	291
4.3.3.3.2.4. Las previsiones futuras de inflación	293

CAPÍTULO 5 EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA. INSTRUMENTOS Y PROCEDIMIENTOS.....297

5.1. EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA: CONSIDERACIONES GENERALES.....	301
5.2. LOS INSTRUMENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA.....	307
5.2.1. Entidades de contrapartida con las que opera el SEBC.....	307
5.2.2. Operaciones de mercado abierto	311
5.2.2.1. Categorías de operaciones	314
5.2.2.1.1. Operaciones principales de financiación.....	314
5.2.2.1.2. Operaciones de financiación a más largo plazo.....	316
5.2.2.1.3. Operaciones de ajuste.....	317
5.2.2.1.4. Operaciones estructurales.....	318
5.2.2.2. Tipos de instrumentos	319
5.2.2.2.1. Operaciones temporales	319
5.2.2.2.2. Operaciones simples	320
5.2.2.2.3. Emisión de certificados de deuda del BCE	321
5.2.2.2.4. Swaps de divisas	321
5.2.2.2.5. Captación de depósitos a plazo fijo.....	322
5.2.3. Las Facilidades permanentes	323
5.2.3.1. Facilidad marginal de crédito	324
5.2.3.2. Facilidad marginal de depósito.....	326
5.2.4. El coeficiente de reservas mínimas de liquidez	327
5.2.4.1. Entidades obligadas al mantenimiento del coeficiente de caja.....	329
5.2.4.2. Cálculo y estructura del coeficiente de reservas mínimas a mantener por las entidades	330
5.2.4.3. Mantenimiento de las reservas	331
5.2.4.4. Incumplimiento en el mantenimiento de las reservas mínimas	332
5.2.5. Los activos de garantía.....	333
5.2.5.1. Los activos de la lista uno	337
5.2.5.2. Los activos de la lista dos.....	338
5.2.5.3. El riesgo de pérdidas para el Eurosistema.....	339
5.2.5.4. Utilización transfronteriza de los activos de garantía	342
5.3. LOS PROCEDIMIENTOS DEL EUROSISTEMA.....	345
5.3.1. Los procedimientos de subasta.....	345
5.3.2. Procedimientos bilaterales.....	352
5.3.3. Procedimientos de liquidación.....	353
5.4. LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA EN LA PRÁCTICA	356

5.4.1. Evolución de los tipos de interés oficiales.....	356
5.4.2. Evolución de los tipos de interés del mercado monetario	363
5.4.3. Las operaciones de mercado abierto	367
5.4.3.1. Operaciones principales de financiación (OPF)	367
5.4.3.2. Operaciones de financiación a largo plazo (OFLP).....	373
5.4.3.3. Otras operaciones de mercado abierto	376
5.4.4. Las facilidades permanentes	378
5.4.5. El coeficiente de reservas mínimas	381
5.5. EL SISTEMA TARGET.....	383
5.5.1. Características principales del nuevo sistema de pagos	384
5.5.2. Estructura y funcionamiento del sistema.....	386
5.5.3. Utilización del sistema TARGET en la práctica.....	389
5.6. LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL ÁREA DEL EURO	393
<u>CAPÍTULO 6 LA POLÍTICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL NORTEAMERICANA</u>	401
6.1. INTRODUCCIÓN	405
6.2. EL SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL.....	407
6.2.1. Principales objetivos y funciones.....	407
6.2.2. Estructura del Sistema de la Reserva Federal.....	410
6.2.2.1. Junta de Gobernadores	411
6.2.2.2. Bancos del Sistema de la Reserva Federal	413
6.2.2.3. El Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC).	416
6.3. LA POLÍTICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL.....	420
6.3.1. Los objetivos de la política monetaria de la Reserva Federal.....	420
6.3.2. La estrategia de la política monetaria en los EE.UU.....	423
6.3.3. La instrumentación de la política monetaria en los EE.UU.....	431
6.3.3.1. Las operaciones de mercado abierto	432
6.3.3.2. La ventanilla de descuento	436
6.3.3.3. El coeficiente de reservas de liquidez	443
6.3.4. La evolución reciente de la política monetaria norteamericana.....	446
<u>CAPÍTULO 7 EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE.....</u>	453
7.1. INTRODUCCIÓN	457
7.2. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL SEBC CON LA POLÍTICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL DE LOS ESTADOS UNIDOS	459
7.2.1. Aspectos referidos a la institución monetaria.....	460
7.2.2. Aspectos referidos al objetivo de la política monetaria.....	463
7.2.3. Aspectos referidos a la estrategia de la política monetaria.....	466

7.2.4. Aspectos referidos a la instrumentación de la política monetaria.....	469
7.2.5. Conclusiones.....	471
7.3. UNA REGLA DE TIPO DE INTERÉS PARA EL BANCO CENTRAL EUROPEO	473
7.3.1. Una regla de política monetaria: La regla de Taylor.....	473
7.3.2. Resultados del análisis	478
7.4. LA EFICACIA EN LA CONSECUCCIÓN DEL OBJETIVO DE LA ESTABILIDAD DE PRECIOS	486
7.4.1. Convergencia y dispersión en las tasas de inflación entre los países de la UEM	488
7.4.2. El comportamiento de distintos grupos de consumo como limitación a la eficacia de la política monetaria única	491
7.4.3. La eficacia de la política monetaria del BCE en relación a la política monetaria de la FED.....	500
7.5. LOS COSTES DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA	506
<u>CAPÍTULO 8 CONCLUSIONES</u>.....	517
BIBLIOGRAFÍA.....	541
ANEXOS _____	567

ÍNDICE DE CUADROS Y GRÁFICOS

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 2.1.	Aspectos del índice de independencia (Cukierman)	82
Cuadro 2.2.	Valor de la independencia según distintos índices.....	83
Cuadro 2.3.	Indicador de la “accountability”	92
Cuadro 3.1.	Estrategia tradicional de la política monetaria.....	133
Cuadro 3.2.	Diseño de la estrategia tradicional adoptada por los países de la UE	136
Cuadro 3.3.	Principales estimaciones sobre la función de demanda de dinero a nivel agregado	143
Cuadro 3.4.	Diseño de la estrategia aplicada por los países de la UE previamente a su entrada en la UEM	155
Cuadro 3.5.	Adopción de la estrategia directa.....	158
Cuadro 3.6.	Esquema de la estrategia directa de la política monetaria	177
Cuadro 3.7.	Aspectos técnicos de la estrategia directa aplicada en ocho países.....	189
Cuadro 3.8.	Instrumentos primarios de política monetaria.	195
Cuadro 4.1.	Esquema de la estrategia de política monetaria del BCE	226
Cuadro 4.2.	Balance consolidado del sector IFMs	243
Cuadro 4.3.	Composición de los agregados monetarios en la UEM.....	249
Cuadro 4.4.	Evolución de otros índices de costes (Tasas interanuales de variación)	276
Cuadro 4.5.	Evolución del producto y la demanda por componentes (Tasas interanuales de variación. Precios constantes).....	279
Cuadro 5.1.	Los instrumentos de la política monetaria del Eurosistema	313
Cuadro 5.2.	Criterios generales para los activos de la lista uno y de la lista dos.....	335
Cuadro 5.3.	Modelo de corresponsalía entre bancos centrales	343
Cuadro 5.4.	Enlaces entre sistemas de liquidación de valores.....	344
Cuadro 5.5.	Funcionamiento del sistema TARGET	386
Cuadro 5.6.	Operaciones de pagos realizadas a través del sistema TARGET (Nº operaciones y mm. de euros)	392
Cuadro 6.1.	Estructura del Sistema de la Reserva Federal.....	411
Cuadro 6.2.	Bancos del Sistema de la Reserva Federal y sucursales	413
Cuadro 6.3.	Proceso de toma de decisiones en el FOMC	419
Cuadro 6.4.	Definición de los agregados monetarios utilizados en la política monetaria de la FED	428
Cuadro 6.5.	Tipos de interés de descuento (Porcentajes a fin de año)	441
Cuadro 6.6.	Coficiente de reservas de liquidez aplicados desde 1998 (En millones de dólares)....	444
Cuadro 7.1.	Resultados del análisis <i>shift share</i> entre España y la UEM.....	496
Cuadro 7.2.	Resultados del análisis <i>shift share</i> entre la UEM y EE.UU.....	502

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 3.1.	Evolución de la política monetaria en Alemania desde 1970 (Tasas interanuales de variación)	153
Gráfico 4.1.	Evolución del IAPC para la UEM y para los países miembros desde abril de 1998 (Tasas interanuales de variación)	235
Gráfico 4.2.	Composición del agregado monetario M ₃ en 1999 y 2001 (Tasas interanuales de variación)	251
Gráfico 4.3.	Composición de M ₃ (Salos brutos a fin de período en billones de euros)	252
Gráfico 4.4.	Evolución de los agregados monetarios (1981-2001) (Tasas interanuales de variación)	253
Gráfico 4.5.	Evolución de los agregados monetarios (1998-2001) (Tasas interanuales de variación)	255
Gráfico 4.6.	Evolución de las tasas de crecimiento de los agregados monetarios oficiales y ajustadas estacionalmente (1998-2001) (Tasas interanuales de variación)	256
Gráfico 4.7.	Evolución de los componentes de los agregados monetarios. (Tasas interanuales de variación)	257
Gráfico 4.8.	Evolución del agregado monetario M ₃ en relación al valor de referencia (Tasas interanuales de variación)	265
Gráfico 4.9.	Evolución del IAPC y sus componentes (Tasas interanuales de variación)	274
Gráfico 4.10.	Evolución del IAPC y el Índice de Precios Industriales (Tasas interanuales de variación)	275
Gráfico 4.11.	Indicadores de crecimiento y precios de las economías más industrializadas (Tasas interanuales de variación)	285
Gráfico 4.12.	Evolución de los tipos de cambio	287
Gráfico 4.13.	Evolución de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo (Tasas interanuales de variación)	290
Gráfico 5.1.	Evolución de los tipos de interés oficiales del BCE	363
Gráfico 5.2.	Evolución de los tipos de interés del mercado monetario	366
Gráfico 5.3.	Volúmenes solicitados y adjudicados en las OPF (mm euros)	369
Gráfico 5.4.	Variación de las facilidades de crédito y depósito en media para el período de mantenimiento de reservas.	380
Gráfico 5.5.	Evolución de las reservas en el período de análisis 1999-2001	382
Gráfico 6.1.	Evolución de los tipos de interés oficiales de la Reserva Federal	448
Gráfico 6.2.	Evolución de los principales tipos de interés de la Deuda Pública en los EE.UU.	451
Gráfico 7.1.	Regla de Taylor a partir de la inflación efectiva	479
Gráfico 7.2.	Regla de Taylor a partir de la inflación subyacente	481
Gráfico 7.3.	Regla de Taylor a partir de la inflación esperada	483
Gráfico 7.4.	Regla de Taylor construida a partir de un híbrido entre la inflación subyacente y la prevista	484
Gráfico 7.5.	Evolución del rango relativo de las tasas de inflación	489
Gráfico 7.6.	Evolución de la convergencia en tasas de inflación medida a través del coeficiente de variación	490
Gráfico 7.7.	Valor explicativo del efecto diferencial en el efecto neto, antes y después de la política monetaria única	498
Gráfico 7.8.	Valor del efecto neto antes y después de la política monetaria única	499
Gráfico 7.9.	Principales resultados del análisis <i>shift-share</i> entre la UEM y EE.UU.	503

Gráfico 7.10. Valor explicativo del efecto diferencial en el efecto neto, antes y después de la política monetaria única	504
Gráfico 7.11. Valor del efecto neto, proporcional y diferencial antes y después de la política monetaria única.....	505

CAPÍTULO 1

INTRODUCCIÓN

1.1. INTRODUCCIÓN

El proceso de construcción europea tiene su máximo exponente desde la firma de los Tratados Fundacionales, en el ámbito monetario, en la creación de la Unión Económica y Monetaria Europea (UEM), que constituye el mayor éxito de los Estados miembros, al haber sido capaces de renunciar a la soberanía nacional en materia de política monetaria en aras de un mayor crecimiento económico y prosperidad.

El objetivo de crear una unión económica y monetaria no se planteó hasta 1969 con la redacción del Informe Werner, en el que se contemplaban las bases o requisitos para la creación de una unión económica y una unión monetaria en varias etapas o fases. El ambicioso proyecto contenido en el Informe Werner no llegó a materializarse en la práctica, aunque sí se intensificó desde entonces la coordinación monetaria entre los Estados miembros de la Comunidad.

De nuevo, a finales de la década de los ochenta volvió a resurgir el interés por avanzar en el proceso de conseguir una unión económica y monetaria y para ello se elaboró el denominado Informe Delors, que planteaba la conveniencia de desarrollar la integración económica y monetaria de forma gradual, con el fin de que los países pudiesen alcanzar de forma previa un nivel de convergencia macroeconómica básico.

Aunque el Informe Delors recogía este proceso en tres fases, no delimitaba claramente las mismas, a excepción del comienzo de la primera en 1990. Sería el Tratado de la Unión Europea, más conocido como Tratado de Maastricht, el que recogería dichos planteamientos de forma más explícita. En él se establecieron tres fases para la consecución de la unión monetaria. La primera, hasta 1993, año en que se liberalizarían los movimientos de capital y se pondría en funcionamiento el Mercado Único. La segunda, hasta diciembre de 1998, en que se constituiría el Instituto Monetario Europeo (IME) como antecedente del Banco Central Europeo (BCE), cuya

misión fundamental sería realizar el trabajo preparatorio para la tercera fase y avanzar en el proceso de coordinación de las políticas monetarias entre los distintos Estados. Y por último, la tercera fase, que comenzaría como así lo hizo el 1 de enero de 1999, dando lugar a la aparición de la UEM.

Por tanto, tras un largo proceso la UEM es ya una realidad, que ha sido posible por el esfuerzo y convicción de los Estados miembros en que las posibilidades de crecimiento económico y prosperidad en Europa requerían algo más que la simple coordinación de sus políticas económicas. La UEM ha sido posible por la renuncia a la soberanía en materia de política monetaria por parte de los Estados miembros y el traspaso de estas competencias a una autoridad supranacional como es el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), y en concreto el BCE. Además, las economías de la llamada “área euro” no sólo han renunciado a la política monetaria nacional, sino que han adoptado una moneda común para todas ellas, el euro, en circulación desde el 1 de enero de 2002.

Podríamos decir, por tanto, que el euro y la política monetaria única son los dos elementos básicos que caracterizan la aparición de la UEM y nuestra Tesis Doctoral está precisamente enfocada al estudio detenido del segundo de estos elementos.

En efecto, el objetivo genérico fundamental de esta Tesis Doctoral es realizar un estudio serio y riguroso de la política monetaria única, que nos permita dar respuesta a las dudas y planteamientos existentes respecto a la eficacia de la misma. La pregunta básica que queremos formular y responder es si la política monetaria única es o no eficaz en la consecución de su objetivo último.

No obstante, para responder a esta pregunta consideramos necesario realizar un estudio completo, exhaustivo y crítico de la política monetaria aplicada por el BCE, con el fin de determinar todos sus elementos y características principales. En este sentido, queremos recoger de forma global todos los aspectos relacionados con la definición y

aplicación de la política monetaria única, y las limitaciones, restricciones y críticas que cada uno de ellos está soportando.

En definitiva, se trata de realizar una aportación novedosa a la múltiple y variada información relativa a este tema, que nos permita pronunciarnos sobre la importancia de la política monetaria única como instrumento para alcanzar el objetivo de la estabilidad de los precios en la UEM, objetivo establecido legalmente y recogido en el TUE. Para ello, proponemos diversos análisis de la política monetaria común realizados a partir de distintas herramientas, que van desde la simple comparación hasta la utilización de técnicas estadísticas y econométricas, con el fin último de utilizar toda esta información para observar cuál está siendo el comportamiento de la política monetaria, y si éste es o no el adecuado.

Evidentemente, el tema objeto de esta Tesis Doctoral ha despertado gran curiosidad e interés desde que se planteó el proyecto de la Unión Económica y Monetaria, por lo que la literatura existente al respecto ha sido y continúa siendo numerosa y variada, incluso por parte del propio BCE. Por ello, el planteamiento de esta Tesis Doctoral no puede obviar esta múltiple información, que hemos pretendido recoger de forma clara y ordenada para poder ofrecer una visión completa de las circunstancias que rodean a la política monetaria única, aportando, por nuestra parte, a este análisis, la valoración de su eficacia a lo largo de los tres primeros años de su puesta en marcha.

Somos conscientes de que la escasa experiencia de que disponemos en la actividad del BCE nos impide ofrecer unos resultados definitivos respecto a dicha eficacia, aunque nuestra aportación pretende ser algo más, al recoger una metodología de evaluación de la política monetaria única en la que a partir de diferentes herramientas de análisis complementarias entre sí se pueda continuar analizando la actuación de la institución en los próximos años.

Los motivos fundamentales que nos han llevado a elegir el estudio de la política monetaria única como tema de esta Tesis Doctoral son diversos:

En primer lugar, porque desde el punto de vista de la investigación económica es un *tema de gran interés y actualidad*, que ha suscitado desde antes de su puesta en marcha numerosas opiniones a favor y en contra, y que sigue experimentando críticas y comentarios continuos desde todos los ámbitos, desde el político al académico, pasando por la opinión de los analistas financieros, e incluso la del sector privado ya que su toma de decisiones ha de tener en cuenta en numerosas ocasiones la evolución de los tipos de interés. Dicho interés se observa además no sólo dentro del área euro, sino también en el resto del mundo ya que el proceso de integración europea ha alcanzado con la UEM su punto más álgido, creando un área de gran tamaño e importancia comercial a nivel mundial, capaz de ejercer una fuerte competencia a las grandes potencias como EE.UU. y Japón.

Al mismo tiempo, el proceso de globalización e internacionalización desarrollado en los últimos años obliga a considerar la evolución del resto de las economías y la influencia que cualquier decisión en una de ellas, como puedan ser las decisiones de política monetaria, pueda tener en las demás, por lo que es muy difícil obviar el comportamiento del área en general y del BCE en particular.

En este mismo sentido, debemos señalar también que cualquier circunstancia totalmente inesperada e imprevista, como los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 en los EE.UU. puede tener consecuencias no sólo en la economía en general, sino también en la política monetaria desarrollada por los países, en este caso la Reserva Federal, a las que indudablemente el BCE no puede estar ajeno.

En segundo lugar, porque a pesar de que la experiencia de la UEM y de la política monetaria única es ya de tres años, sigue siendo un *tema muy novedoso*, que despierta una enorme curiosidad intelectual por los resultados que en todos sus aspectos

se puedan conseguir. Esta curiosidad también la hemos experimentado a lo largo de esta Tesis Doctoral, en la que nos hemos encontrado con una información cada vez más amplia y variada, que hemos pretendido clarificar y que nos ha llevado a plantearnos las mismas preguntas que prácticamente hoy despiertan el máximo interés, y a las que hemos intentado dar respuesta. En este sentido, hemos considerado que después de tres años era importante ofrecer una visión de la política monetaria única desde la perspectiva de su eficacia en el logro del objetivo de la estabilidad de precios, cuestión que por la falta de experiencia no se podría haber planteado antes. No obstante, la evolución y evaluación de la política monetaria única seguirá despertando interés en los próximos años ya que es un proceso dinámico y continuo.

En tercer lugar, *porque es un tema de gran amplitud*, del que aunque en muchas ocasiones se ha proporcionado numerosa información descriptiva, dicha información ha sido expuesta principalmente desde la teoría y tan sólo desde la práctica en momentos concretos del tiempo. Dicha amplitud nos ha obligado a realizar un seguimiento continuo de la política monetaria única en todos sus aspectos, su evolución y los factores que hayan podido influir en la misma. En esta Tesis Doctoral pretendemos exponer esta múltiple información de forma integral desde una perspectiva tanto teórica como empírica, que nos ayude a obtener una visión global del hecho que supone la existencia de una política monetaria única.

Por último, *porque la existencia de una política monetaria única se ha convertido en el primer paso de una nueva etapa en el proceso de integración europea*, en el que el resto de políticas económicas, sin llegar a estar diseñadas de forma común por los distintos Estados miembros, cada vez alcanzan un mayor nivel de coordinación. Inevitablemente, desde que la UEM es una realidad, han surgido voces desde todos los ámbitos cuestionando la necesidad de una política fiscal común e incluso planteamientos sobre la creación de una especie de Estado federal entre los países miembros. Además,

la incorporación de nuevos países a la UE obliga a reflexionar sobre qué papel van a jugar estos países en el futuro y su posible incorporación al área euro.

Con el fin de conseguir los objetivos pretendidos, la presente Tesis Doctoral se encuentra dividida en 8 capítulos, que se podrían agrupar en dos partes bien diferenciadas que, sin embargo, no están señaladas explícitamente en la Tesis Doctoral porque la misma es un proceso continuo que en nuestra opinión requiere de todos y cada uno de los capítulos para alcanzar un conocimiento completo del tema objeto de estudio.

No obstante, en esta introducción consideramos adecuado señalar de forma expresa estas dos partes. La primera englobaría los capítulos 1 al 5, en los cuales se realiza un análisis fundamentalmente descriptivo de todos los elementos que configuran la política monetaria única, incluyendo este capítulo introductorio que justifica la importancia de la misma. En la segunda parte se incluirían el resto de capítulos en los que se realiza la valoración de la política monetaria del BCE a partir de diferentes herramientas de análisis y se establecen las principales conclusiones que se han obtenido en esta Tesis Doctoral.

En el capítulo introductorio se recogen, como es habitual en investigaciones como la nuestra, además de la justificación y motivaciones que nos han llevado a realizar esta tarea, la estructura de la misma, la metodología utilizada y las dudas y problemas que a lo largo de este tiempo nos han surgido y hemos intentado afrontar.

En el segundo capítulo se realiza un análisis teórico inicial del objetivo de la estabilidad de precios como objetivo prioritario de la política monetaria en general y su aplicación particular al caso de la UEM, así como de los aspectos y requisitos que deben caracterizar a la autoridad monetaria responsable de su definición y aplicación. El principal objetivo de este capítulo es sentar una base de partida para el análisis posterior de los aspectos más concretos relativos a la política monetaria única.

En el tercer capítulo, se exponen los principales aspectos teóricos que configuran el instrumento de la política monetaria con referencias constantes al caso de la UEM. Nuestra intención, en este sentido, ha sido profundizar en el trabajo preparatorio realizado por el IME para el establecimiento de la política monetaria única, señalando los planteamientos iniciales respecto a la definición de su estrategia, su instrumentación y los mecanismos de transmisión de sus efectos.

En el cuarto y quinto capítulos nos ocupamos de los principales rasgos de la política monetaria única, del diseño de la estrategia en todos sus elementos y de la instrumentación o ejecución de ésta. El planteamiento en estos dos capítulos sigue una misma línea de estudio, realizando una descripción teórica inicial del contenido de cada capítulo y posteriormente un análisis práctico de cómo se han desarrollado dichos aspectos a lo largo de estos tres primeros años de existencia. En el cuarto capítulo, se analiza detenidamente la estrategia en dos pilares y el proceso de toma de decisiones de la política monetaria en la práctica, y en el quinto capítulo la instrumentación de dichas decisiones en la práctica señalando previamente sus distintas posibilidades teóricas.

El sexto capítulo, en principio, no tiene mucho que ver con la política monetaria única, pero hemos considerado adecuado incorporarlo a nuestro análisis, ya que una de las herramientas de nuestra posterior evaluación de aquélla iba a ser su análisis comparativo con la política monetaria de los EE.UU. Su principal objetivo es pues señalar de forma breve y concisa los rasgos más característicos de la política monetaria desarrollada por la Reserva Federal de los EE.UU.

El séptimo capítulo está dedicado a realizar una evaluación lo más completa posible de la política monetaria única desde diferentes perspectivas de análisis y apoyándonos en distintas técnicas teóricas y empíricas, como el análisis comparativo con los EE.UU., la búsqueda de una regla de política monetaria que guíe las decisiones del BCE, el análisis de convergencia y dispersión o el análisis *shift-share* en relación al objetivo de la estabilidad de precios. En nuestra opinión, los resultados obtenidos de

forma conjunta en este capítulo son muy valiosos, ya que nos permiten ofrecer una visión de la política monetaria única no exclusivamente descriptiva, en la que la eficacia y las posibles limitaciones a dicha eficacia también son consideradas.

Por último, el capítulo octavo recoge las principales conclusiones obtenidas a lo largo de esta Tesis Doctoral, señalando también los debates o críticas que se están planteando de forma continuada sobre algunos elementos que configuran la política monetaria única y a los que el BCE debería hacer frente.

Respecto a la metodología empleada en esta Tesis Doctoral, inicialmente hemos de destacar que se ha intentado ofrecer en cada capítulo no sólo la visión teórica descriptiva del contenido de cada uno de ellos, sino también la situación que en la práctica se ha observado en relación a dicho contenido. Nos ha parecido pues más enriquecedor un análisis completo de cada elemento que la opción, igualmente válida, de distinguir en capítulos separados los aspectos teóricos y los prácticos.

En las partes teóricas, hemos intentado realizar un análisis ordenado, sistemático y claro de los distintos elementos que configuran y hacen posible la existencia de una política monetaria única. Igualmente, hemos procurado no limitarnos a exponer sino que también hemos tratado de ofrecer un juicio valorativo de aquellos aspectos más cuestionados en nuestra investigación.

Se han realizado también numerosos cuadros resumen y gráficos, por considerar que éstos podrían resultar útiles para una mejor comprensión de la cuestión objeto de estudio, o simplemente para avalar nuestros argumentos. De forma adicional, al final de la Tesis Doctoral se recogen varios anexos, que ofrecen una información complementaria sobre determinados elementos o partes de su contenido, pero que no hemos considerado necesario incluir de forma explícita en los capítulos correspondientes.

En el capítulo séptimo y con el objetivo de realizar una evaluación de la política monetaria única completa y rigurosa, se han utilizado como ya dijimos diferentes técnicas de análisis, que se han apoyado bien en la utilización de cuadros comparativos o bien en la realización de análisis estadísticos y econométricos e incluso de técnicas más propias de otras disciplinas como el análisis *shift-share*, que de forma conjunta nos han permitido obtener una visión de la eficacia de la política monetaria única.

Los datos utilizados en algunos de estos análisis se han obtenido a partir de las estadísticas publicadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE), por la Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas (EUROSTAT) y por la Organización para el Comercio y Desarrollo Económico (OCDE). Así mismo se han utilizado las predicciones de inflación realizadas por el Instituto Flores de Lemus perteneciente a la Universidad Carlos III.

La bibliografía utilizada a lo largo de toda la investigación ha sido muy numerosa e incluso en algunos momentos abundante, por lo que hemos debido realizar un exhaustivo trabajo de sistematización, recogiendo las principales aportaciones en cada caso. Gran parte de esta bibliografía ha sido obtenida directamente del BCE, en gran medida a través de su dirección de Internet, por lo que hemos considerado adecuado recoger de forma separada las referencias utilizadas proporcionadas por dicha institución o alguno de sus miembros.

No quisiera terminar esta introducción sin expresar mi más profundo agradecimiento a un grupo de personas cuya valiosa colaboración ha sido fundamental para la realización de esta Tesis Doctoral.

En primer lugar, quiero agradecer de forma muy especial el apoyo constante y la confianza depositada en mí por el profesor D. José Alberto Parejo Gámir, Catedrático de Política Económica de la Universidad San Pablo-CEU y Director de esta Tesis Doctoral, sin cuya dedicación y valiosos consejos, esta investigación no hubiese tomado su forma

definitiva, independientemente de que cualquier error que pudiese contener es de responsabilidad exclusivamente mía. Quiero agradecerle, además, que en las actuales circunstancias en que se encuentra, en las que la disponibilidad de tiempo es un bien muy preciado, haya dedicado una parte importante del suyo a la dirección de este trabajo. También deseo agradecerle la ayuda constante que me ha prestado desde que inicié los cursos de Doctorado en la Universidad Complutense de Madrid y me incorporé bajo su tutela al C.E.S. Luis Vives-CEU, posibilidad que se materializó con una beca de “Formación de Profesorado” de la Fundación Universitaria San Pablo-CEU, cuya obtención agradezco igualmente. Por último, quiero agradecerle su ejemplo a lo largo de estos años, ya que de él he aprendido a trabajar con rigor y tenacidad.

Del mismo modo, también deseo agradecer el apoyo y estímulo que constantemente he recibido del profesor D. Antonio Calvo Bernardino, Catedrático de Política Económica de la Universidad San Pablo-CEU, y sin el cual no hubiera podido desarrollar parte de mi carrera docente en el Área de Política Económica de la Universidad de Castilla-La Mancha, de la que también fue Catedrático.

Igualmente, quiero agradecer el apoyo recibido del profesor D. Clemente del Río Gómez, Catedrático de Política Económica de la Universidad de Alcalá, que ha mostrado un continuo interés por los avances alcanzados en esta Tesis Doctoral, así como por su confianza en mí para continuar desarrollando mis tareas docentes en el C.E.S. Luis Vives-CEU, que actualmente dirige.

Una mención especial he de dedicar igualmente a los profesores y amigos D. Enrique Martínez Cantero, D. Miguel Angel Marcos Calvo, D^a Montserrat Hinarejos Rojo, D^a Eva Senra Díaz y a D. Jesús Prado Mascuñano, que se han involucrado generosamente en determinados aspectos de esta investigación, especialmente en la parte más técnica, proporcionándome valiosos comentarios y acertadas críticas sin los cuales esta Tesis Doctoral no sería la misma.

Agradezco al Instituto Flores de Lemus de la Universidad Carlos III, que me brindase la posibilidad de utilizar sus datos para la realización de la parte analítica de esta Tesis Doctoral.

Asimismo, quiero mostrar mi gratitud a todos los miembros del Departamento de Política Económica de la Universidad Complutense de Madrid, ya que desde que inicié en él mis estudios de doctorado y posteriormente durante la elaboración de esta Tesis Doctoral siempre me han prestado una gran ayuda y me han proporcionado valiosos consejos, especialmente a los profesores D. Luis Rodríguez Sáiz, D. Javier Casares Ripoll, actual director del mismo, y D. José Andrés Fernández Cornejo, Tutor de esta Tesis Doctoral. Del mismo modo, quiero agradecer el apoyo incondicional del Área de Política Económica de la Universidad de Castilla-La Mancha y del C.E.S. Luis Vives-CEU, en especial a los profesores D. Miguel Ángel Galindo Martín, D. José Ignacio González Rodríguez, D^a Maribel Bonilla Delgado, D^a Irene Martín de Vidales, D^a Blanca Rodríguez Polo y D^a Nuria Villar Fernández.

Por último, quiero expresar mi agradecimiento por la confianza, la paciencia, el respeto y la comprensión que a lo largo de esta investigación me han prestado mi familia y mis amigos, que han estado siempre a mi lado demostrándome su cariño, en especial a mi marido por su apoyo y confianza en mí y a mi madre, a quien dedico esta Tesis Doctoral por haberme enseñado todo lo que soy.

CAPÍTULO 2

LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA: PLANTEAMIENTOS INICIALES Y MARCO GENERAL

ÍNDICE DEL CAPÍTULO 2

CAPÍTULO 2

LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA: PLANTEAMIENTOS INICIALES Y MARCO GENERAL

2.1. INTRODUCCIÓN

2.2. LOS OBJETIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

- 2.2.1. El objetivo de estabilidad monetaria
- 2.2.2. El objetivo de estabilidad financiera
- 2.2.3. El objetivo de estabilidad de precios en la UEM

2.3. LOS BANCOS CENTRALES COMO RESPONSABLES DEL DISEÑO Y EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

- 2.3.1. ¿Cómo deben actuar?
- 2.3.2. ¿Cómo no deben actuar?
- 2.3.3. Exigencias a los bancos centrales en el desarrollo de sus funciones
- 2.3.4. ¿Son los bancos centrales los agentes adecuados para la consecución de los objetivos de política monetaria?
- 2.3.5. El Banco Central Europeo como responsable de la política monetaria

2.4. CONCLUSIONES FUNDAMENTALES RESPECTO AL MARCO DE APLICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

2.1. INTRODUCCIÓN

La aplicación de la política monetaria única a partir de 1999 exigía que los países candidatos a formar parte de la misma hiciesen un gran esfuerzo de coordinación de las políticas monetarias nacionales, homogeneizando progresivamente sus legislaciones, sus instituciones monetarias y financieras, así como el diseño y aplicación de su política monetaria.

La política monetaria única se caracteriza inicialmente por dos aspectos concretos que en la práctica se convierten en exigencias de carácter formal, necesarias para el desarrollo de la misma: la definición del objetivo último que se persigue y la autoridad responsable de alcanzarlo. Respecto a éstos, el Tratado de la Unión Europea (TUE) reconoce al Sistema Europeo de Bancos Centrales, (SEBC), como la autoridad monetaria responsable de la política monetaria común. Al mismo tiempo, el artículo 105 del TUE señala que “*el objetivo principal del SEBC será mantener la estabilidad de precios*”, aunque también señala que sin perjuicio de este objetivo se deberán apoyar las políticas económicas generales de la Comunidad, con el fin de contribuir a la realización de los objetivos comunitarios. De este modo, queda definido el objetivo último de la política monetaria única, que es la estabilidad de precios, aunque como reconoce el artículo anterior, el diseño de la misma deberá ser coherente con el resto de políticas y objetivos comunitarios.

Teniendo en cuenta estos dos aspectos planteamos inicialmente la definición y características fundamentales de los mismos como marco básico de actuación para el ejercicio de la política monetaria en general, y de la política monetaria única en particular.

El análisis de los objetivos de la política monetaria se centra en el logro del objetivo de la estabilidad monetaria como fin prioritario definido actualmente en la

mayoría de los países, y en el ámbito específico de esta Tesis Doctoral como objetivo primordial de la política monetaria única de la UEM. También se deberá prestar especial atención al objetivo de la estabilidad financiera, como meta adicional y complementaria de la política monetaria. La aparición de la UEM en el escenario financiero internacional constituye un hecho de gran relevancia con efectos inciertos, aunque presumiblemente positivos. No obstante, la globalización e internacionalización de las economías dificulta cada vez más la consecución de los objetivos por parte de la política económica, y en este marco, la consecución del objetivo de la estabilidad financiera se convierte en una necesidad irrenunciable para garantizar el objetivo de la estabilidad de precios.

Respecto a la autoridad responsable de aplicar la política monetaria, se realiza en este capítulo I de nuestra Tesis Doctoral, un estudio exhaustivo de los bancos centrales como autoridades responsables del diseño y aplicación de la política monetaria, intentando valorar su actuación y destacando para ello las características fundamentales que han de condicionar el ejercicio de sus funciones. Estas características son: credibilidad, independencia, dación de cuentas y transparencia. Este análisis se aplicará a la autoridad monetaria de la política monetaria única, el SEBC, formado como es sabido por el Banco Central Europeo (BCE) y los Bancos Centrales Nacionales (BCNs) de los países miembros.

La justificación del papel que juegan estas características de los bancos centrales en el diseño y aplicación de la política monetaria se basa en la mayor o menor consecución de los objetivos últimos de la misma. A priori, y basándonos en la experiencia de algunos bancos centrales, se puede decir que estas características favorecen la consecución del objetivo último de la estabilidad de precios y, por ello, el BCE debería caracterizarse por niveles elevados de cumplimiento de las mismas.

De esta forma queda definido el marco previo necesario que guiará el ejercicio de la política monetaria única, marco formado por estos dos elementos, la estabilidad de precios como objetivo último a conseguir y la definición de la autoridad monetaria

responsable de alcanzarlo, de los que vamos a ocuparnos con suficiente detenimiento en nuestro análisis de este primer capítulo de la Tesis Doctoral.

2.2. LOS OBJETIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

En la actualidad, la definición de los objetivos de la política monetaria no plantea grandes dudas. Existe consenso, tanto sobre la primacía del objetivo de la estabilidad de los precios respecto al resto de objetivos de la política económica, como sobre la necesidad de que éste esté complementado por el objetivo de la estabilidad financiera.

Respecto al objetivo de la estabilidad monetaria hay que señalar, sin embargo, que su consideración como primordial, no implica que deba ser el único fin último de la política monetaria. La política monetaria debe estar coordinada con el resto de políticas económicas y, por ello, debe buscar también el resto de objetivos macroeconómicos sin olvidar el carácter preferente del objetivo de la estabilidad de precios. Si la estabilidad monetaria fuese el objetivo único de la política monetaria, los gestores de la misma tendrían poca capacidad para actuar discrecionalmente, guiándose por una regla monetaria estricta que no se acomodaría al ciclo económico ni tendría en cuenta las prioridades de otros objetivos a corto plazo¹. La atención exclusiva al objetivo de estabilidad monetaria se realizaría a costa del resto de objetivos de la política económica.

Por tanto, la existencia de otros fines junto a la estabilidad de precios permite a la autoridad monetaria actuar discrecionalmente contribuyendo a la consecución a corto plazo de otros objetivos, como son un determinado nivel de producción o empleo. La política monetaria a corto plazo puede influir a otros objetivos de la política económica, mientras que a largo plazo sólo afecta al nivel de precios. Por ello, su actuación inmediata debe afectar al resto de objetivos de política económica, aunque a largo plazo su objetivo último sea la estabilidad de los precios.

¹ Vid. AKHTAR, M.A. (1995): "Monetary policy goals and central bank independence", *Quarterly Review*. Banca Nazionale del Lavoro, vol. 48, n° 195; pp. 423-439.

Sin embargo, la actividad del banco central no debe basarse solamente en la consecución del objetivo de estabilidad monetaria; es improbable que ésta proporcione por sí sola un escenario financiero adecuado para mantener dicha estabilidad a lo largo del tiempo. Una correcta actuación del banco central en ausencia de estabilidad financiera puede no garantizar la consecución del objetivo de estabilidad de precios a medio y largo plazo.

En períodos de actividad económica débil, la propia fijación del objetivo de estabilidad monetaria puede generar inestabilidad financiera y convertir fluctuaciones moderadas en el sector financiero en *shocks* importantes a largo plazo, perjudicando la razón de ser de un banco central: proteger el sistema financiero y al mismo tiempo perseguir el objetivo de estabilidad monetaria.

Un sistema financiero estable requiere algo más que mantener la inflación baja. Implica acciones de política monetaria tendentes a minimizar los riesgos de *shocks* financieros siendo, al tiempo, consistente con el objetivo de estabilidad monetaria a largo plazo. Además, debido a la creciente interdependencia que existe en la actualidad entre las economías, ningún banco central puede actuar a nivel individual. Al diseñar la política monetaria hay que tener en cuenta la interacción entre las acciones de la política monetaria nacional y los mercados financieros internacionales.

Analizaremos brevemente pues, a continuación, estos dos objetivos de la política monetaria que deben ser el fundamento de la actuación del banco central. El logro de cada uno de ellos debe basarse en que ambos son complementarios y necesarios para la consecución del otro, es decir, la estabilidad de precios contribuye a favorecer un clima financiero equilibrado, y a su vez éste permite la consecución de la estabilidad monetaria.

2.2.1. EL OBJETIVO DE ESTABILIDAD MONETARIA

Se puede definir la estabilidad de precios² como aquel objetivo que consiste en mantener dentro de un límite razonable o tolerable la tasa de aumento de un índice global de precios que normalmente es un índice de precios de consumo o del coste de la vida³. Frente al objetivo de estabilidad monetaria, la inflación es el proceso de alza generalizada en el nivel general de precios.

Actualmente, el objetivo de estabilidad de precios se ha convertido en el objetivo primordial frente a los demás objetivos de la política económica. Es más, se ha convertido en el objetivo último, casi único, de la política monetaria. La mayoría de los gobiernos de los países desarrollados conceden prioridad a su consecución. Del mismo modo, los bancos centrales que ostentan generalmente la responsabilidad sobre la política monetaria, han llevado a cabo las políticas adecuadas para reducir la inflación en el caso de que ésta fuese elevada o para mantener la estabilidad de precios en los países con bajo nivel de inflación. Existe, por tanto, consenso generalizado en que la política monetaria debe perseguir especialmente el objetivo de la estabilidad de precios⁴.

Considerar la estabilidad de los precios como objetivo último fundamental de la política monetaria se basa sobre todo en dos ideas, obtenidas a través de la experiencia⁵:

² Vid. FERNÁNDEZ DÍAZ, A., PAREJO GÁMIR, J.A. y RODRÍGUEZ SÁIZ, L. (1999): “*Política Económica*”, Ed. McGrawHill, 2ª edición. Madrid; p. 136.

³ Para los presidentes de la Reserva Federal, Paul Volcker y Alan Greenspan, la estabilidad de precios se define de modo más práctico como aquella situación en la que los agentes económicos no tienen en cuenta la inflación en su toma de decisiones, ya que el nivel alcanzado por ésta no se considera influyente. Véase FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY (1996): “*Achieving price stability: a Symposium sponsored by the FRBKC*”. FRBKC. Jackson Hole. Wyoming.

⁴ Vid. MISHKIN, F.(1997): “Strategies for controlling inflation”, NBER, *Working Paper* nº 6122; pp. 1-10.

⁵ Vid. MISHKIN, F. (1996): “What monetary policy can and cannot do?”, en *Monetary Policy in transition in East and West: Strategies, instruments and transmission mechanism*. Oesterreische Nationalbank; pp. 13-32.

1. La ineficacia de la política monetaria en la consecución de otros objetivos de política económica. Se ha demostrado que la política monetaria expansiva no es capaz de producir mayor nivel de *output* y menor nivel de paro a largo plazo e, incluso, que tiene dificultades en suavizar las fluctuaciones del ciclo económico a corto plazo.
2. La confirmación de que a largo plazo la estabilidad de precios favorece un mayor nivel de producción y crecimiento económico. Por ello, la política monetaria debe promover la estabilidad de precios con el fin de reducir la incertidumbre en la economía y favorecer un marco económico más saludable.

No nos detendremos en el análisis de cuestiones teóricas suficientemente tratadas, por otra parte, por la literatura especializada, como las posibles causas de aparición de inflación, las diferentes posturas de las escuelas de pensamiento económico respecto a la misma o su evolución a lo largo del tiempo, por considerar que no es el objeto de esta Tesis Doctoral, desde el momento en que se acepta la necesidad de alcanzar y mantener la estabilidad de precios como base del crecimiento económico y apoyo para la consecución del resto de objetivos de política económica.

Por ello, nos limitaremos a continuación a establecer las distintas formas de medir el objetivo de la estabilidad de precios, con la finalidad de determinar su valor óptimo y los costes derivados de su consecución. Esto nos permitirá obtener la senda de desinflación óptima para conseguir el objetivo último fundamental de la política monetaria.

2.2.1.1. Elección del indicador de estabilidad monetaria

En primer lugar, debemos plantear qué indicador vamos a utilizar como nivel de precios más representativo, con el fin de hacer operativo el objetivo de la estabilidad de los precios. Se debe buscar aquel indicador que mejor represente la evolución de la

economía, evitando los componentes más volátiles⁶ de la misma. El indicador más apropiado debe ser aquél que incluya partidas que puedan ser una fuente importante de costes ante la aparición de la inflación.

No todos los países utilizan en la práctica el mismo indicador, aunque sí es cierto que para la mayoría de ellos el índice de precios al consumo (IPC) proporciona una medida adecuada del nivel de precios existente en la economía. El índice debe basarse en el conocimiento que se tenga del mismo y en este sentido, parece que para la mayoría de los países el IPC es el que dispone de mejores estadísticas, las cuales se obtienen con frecuencia mensual. Su escasa complejidad técnica, la amplitud de la cesta de bienes con que se calcula y su familiaridad con el público convierten al IPC en el indicador más idóneo frente al resto.

Por otro lado, el índice de precios al consumo se considera el indicador más adecuado para contrastar con rapidez los logros de la estrategia monetaria, medir su impacto y transmitir esta información a los agentes privados.

Existen también, no obstante, posturas en contra de la utilización del IPC como indicador óptimo. Son aquéllas que consideran que a pesar de la amplitud de la cesta de bienes con que se calcula, ésta sigue siendo demasiado estrecha teniendo en cuenta los objetivos de la política monetaria, ya que sólo incluye bienes y servicios corrientes sin considerar los bienes y servicios futuros. Por ello, quizá deberían incluirse los precios de algunos activos característicos que reflejasen las expectativas de precios futuros, proporcionando un indicador mucho más completo para medir la estabilidad de precios⁷.

⁶ Vid. FREEDMAN, Ch. (1996): "What operating procedures should be adopted to maintain price stability? –Practical Issues", en *Achieving price stability: a Symposium*. Federal Reserve Bank of Kansas City. Jackson Hole. Wyoming; p. 243.

⁷ Entre estos activos se señalan el capital físico, el capital financiero y el capital humano. Los dos primeros, aunque con dificultades, pueden ser objeto de medida pero el capital humano es más difícil de medir, lo que se utiliza como argumento por algunos especialistas para no ampliar el concepto del IPC.

La finalidad de perseguir un objetivo concreto de estabilidad de precios no es otra que facilitar la toma de decisiones de los agentes económicos, reduciendo en la medida de lo posible la incertidumbre sobre los precios futuros. Se dice así que la estabilidad de precios es aquella situación en la que éstos alcanzan un nivel que no afecta a las decisiones de los agentes privados. Por esta razón, el indicador elegido debe reflejar también el coste de la vida en todo tipo de transacciones y en este sentido sería más conveniente utilizar un indicador más amplio, como podría ser el deflactor del PIB o alguna variante de éste⁸.

Teniendo en cuenta estos argumentos, quizás la forma más idónea de medir la estabilidad de precios debe basarse en la utilización de un indicador central como puede ser el IPC, junto al control de un conjunto más amplio de indicadores, capaces de proporcionar información sobre factores relevantes y tendencias de comportamiento de los precios no recogidas en el IPC.

No obstante, esto exige no olvidar que la estructura del IPC también presenta inconvenientes que dan lugar a la aparición de sesgos inflacionarios y cuyas consecuencias se manifiestan fundamentalmente en el ámbito operativo, dificultando la identificación de los factores responsables de la inflación contemporánea. Existen cuatro fuentes posibles de aparición de estos sesgos⁹: a) el peso real que tenga la base de cálculo del índice; b) el ajuste imperfecto ante cambios cualitativos en la economía; c) la aparición, sustitución o desaparición de algunas partidas de la base; y d) la existencia de sesgos de medición.

A pesar de que la desaparición total de estos sesgos sea imposible, se deben intentar evitar y para ello se defiende la actualización frecuente de la cesta de bienes que

⁸ No obstante, este último indicador presenta el inconveniente de que no incluye algunas partidas que generan importantes efectos para la política monetaria.

⁹ Vid. FREEDMAN, Ch. (1996): "What operating procedures ..."; op. cit.; p. 248.

se utiliza como base de cálculo y la mejora en la medición de los mismos. Respecto a los ajustes ante cambios cualitativos en algunas partidas, son más difíciles de determinar precisamente por el carácter subjetivo que implican.

2.2.1.2. Valor óptimo de la tasa de inflación

En la determinación del valor óptimo del objetivo de estabilidad de precios hay que señalar la existencia de dos posibles interpretaciones del mismo: 1) considerar el objetivo de estabilidad monetaria como la estabilidad en el nivel de precios fijando un nivel concreto, o 2) establecer la variabilidad admitida en el nivel de precios respecto a un período anterior fijando un valor a la tasa de crecimiento de los mismos, es decir a la tasa de inflación¹⁰.

Existe una diferencia básica entre fijar un objetivo para la tasa de inflación o un objetivo para el nivel de precios¹¹. Si cada año el objetivo es la tasa de inflación, el banco central no tiene que compensar las desviaciones con respecto a la tasa de inflación de años anteriores. Por el contrario, si el objetivo es el nivel de precios o una trayectoria de éste sí se deberán compensar las desviaciones respecto de años anteriores. No obstante, la fijación de objetivos para el nivel de precios proporciona mayor certidumbre sobre los precios en el futuro que la fijación de objetivos sobre la tasa de inflación.

La dificultad en el primer caso se deriva de que es difícil conseguir un determinado nivel de precios si no ha existido una tendencia previa a la estabilidad monetaria. La fijación del objetivo en términos del nivel de precios produce a corto

¹⁰ Vid. SVENSSON, L. (1996): “*Price level targeting versus inflation targeting: a free lunch?*”, NBER, Working Paper, nº 5719; pp. 1-3.

¹¹ Vid. FISHER, S. (1996): “Los retos que confronta la banca central: El mantenimiento de la estabilidad de precios”, *Finanzas y Desarrollo*, vol. 33, nº 4, diciembre; pp. 32-35.

plazo costes derivados del incumplimiento del mismo, que es demasiado estricto¹², produciéndose una variabilidad no deseada. Sin embargo, a largo plazo la variabilidad se reduce de modo importante consiguiendo el nivel de precios fijado como objetivo.

En la práctica, la estabilidad monetaria ha sido definida de forma generalizada como el valor deseado de la tasa de inflación. Este objetivo aparece en la estrategia de política monetaria de la mayor parte de los países, definido de modo más o menos explícito.

Aceptando pues el objetivo de estabilidad monetaria como la fijación de la tasa óptima de inflación, cabe preguntarse cuál debe ser la tasa fijada.

Tradicionalmente, se ha considerado que la tasa de inflación óptima debía situarse en torno al 3%, cifra que en la actualidad carece de lógica económica, ya que la mayoría de los países que han demostrado en los últimos años la consecución del objetivo de estabilidad monetaria, han definido su tasa de inflación objetivo entre el 1% y el 3%.

El establecimiento de una tasa de inflación positiva y no nula se apoya en varios argumentos¹³:

1. En un contexto en el que los salarios nominales son rígidos a la baja, una tasa de inflación ligeramente positiva facilita que los ajustes recaigan sobre los salarios reales y no sobre el empleo.

¹² La fijación del objetivo del nivel de precios en un valor concreto y sin bandas de fluctuación del mismo dificulta en mayor medida su utilización respecto al objetivo de inflación.

¹³ Vid. SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS DEL SECTOR EXTERIOR (1996): “La inflación: ¿El fin de una era?. Lecciones de los últimos años”, *Boletín Económico de ICE*, nº 2522; pp. 3-8.

2. Siendo la rigidez de los precios y los salarios a la baja, los cambios en los precios relativos derivados de una tasa de inflación baja, pero no nula, pueden facilitar una mejor asignación de los recursos.
3. Una tasa de inflación ligeramente positiva facilita la aplicación de una política monetaria anticíclica, al permitir que los tipos de interés reales a corto plazo sean negativos¹⁴. Si la tasa de inflación fuese nula se impediría esta posibilidad de que existiesen tipos de interés reales negativos en la economía.
4. Los índices de precios convencionales sobrevaloran la verdadera inflación dado que no consideran las mejoras de calidad de los productos ni la introducción de nuevos bienes, que producen, como hemos visto, sesgos inflacionistas.

Por tanto, en un contexto en el que los salarios no se ajustan de modo inmediato y con tasas de desempleo elevadas, no se puede afirmar que una tasa de inflación nula sea un objetivo óptimo de política económica.

El nivel óptimo de inflación debería¹⁵:

- No introducir elementos distorsionadores en la asignación de los recursos.
- Ser un nivel de inflación que no perjudicara la competitividad de la economía respecto a sus competidores.
- El crecimiento de los precios resultante debería ser compatible con un nivel aceptable de actividad económica y generación de empleo.

¹⁴ En una economía monetaria, la existencia de dinero en efectivo impone un límite inferior de cero al tipo de interés nominal; si la tasa de inflación es cero, existe también un límite inferior de cero al tipo de interés real. Si la inflación es positiva, con un límite inferior de cero al tipo de interés nominal, se permite la aparición de tipos de interés reales negativos durante el ciclo, lo que puede ser beneficioso en épocas de recesión. Vid. FISHER, S. (1996): “Los retos que confronta ...”; op. cit; pp. 32-35.

¹⁵ Vid. SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS DEL SECTOR EXTERIOR (1996): “La inflación: ¿El fin de ...”; op. cit.

2.2.1.3. Costes de la inflación

La razón fundamental por la que el banco central, como principal autoridad monetaria, debe perseguir el objetivo de la estabilidad de precios se encuentra en el efecto que este objetivo tiene sobre el sistema económico, que funciona de un modo más eficiente cuando es conseguido.

El coste de no mantener la estabilidad de precios es alto, aún ante tasas pequeñas de inflación. Sin embargo, este coste depende en gran medida de la capacidad de los agentes económicos para anticiparla o no. Analizaremos los costes que surgen en uno y otro caso¹⁶.

Los costes que supone la aparición de inflación en el caso de que ésta sea perfectamente anticipada por los agentes son¹⁷:

1. Coste derivado de la tenencia por parte del público de saldos de dinero indeseados con el fin de realizar transacciones, debido al menor valor del dinero por las expectativas de aparición de la inflación. Dichas expectativas incrementan el coste de oportunidad de mantener saldos líquidos y reducen la demanda de dinero, fijándola en un nivel inferior al socialmente óptimo, lo que da lugar a pérdidas de eficiencia y bienestar social. Por este motivo, los agentes también buscan medios alternativos de pago, lo que genera un desvío de recursos hacia la actividad financiera y no hacia la actividad real. Son recursos destinados a compensar la aparición de inflación, que podrían

¹⁶ Vid. KING, M. (1997): "Monetary stability: rhyme and reason", *Quarterly Bulletin*. Bank of England; v. 37, nº 1; pp. 88-96 y FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GAMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): "*Política Monetaria: su eficacia y enfoques alternativos*", Tomo I, Ed. AC, 1ª edición. Madrid; pp. 31-34.

¹⁷ Vid. también MISHKIN, F. (1996): "What monetary policy ...", op. cit.; pp. 19-20.

dedicarse al crecimiento económico si las autoridades garantizaran el objetivo de estabilidad de precios. Destinar menores recursos a la inversión frena el crecimiento económico y el desarrollo de la economía.

2. El segundo tipo de coste es de carácter administrativo y surge al revisar los precios y contratos previamente fijados, cuando la inflación es positiva. La existencia de inflación genera incertidumbre sobre el nivel de precios relativo y el nivel de precios futuro, lo cual dificulta la toma de decisiones adecuadas por los agentes. Este tipo de coste se denomina *coste de menú*, ya que la inflación distorsiona la relación entre el valor nominal y real de los activos. Sin embargo, este coste no se considera muy relevante.
3. Por último, el coste más evidente de la inflación, incluso en niveles reducidos de la misma, se deriva de los efectos existentes sobre el sistema fiscal que desincentivan al individuo a invertir. La aparición de inflación incrementa el coste del capital y como resultado de la interacción de la inflación con el sistema impositivo se reduce la rentabilidad del capital por debajo de su nivel óptimo. Además, la mayor imposición sobre el capital a causa de la inflación hace que éste se distribuya por distintos sectores sin ninguna coherencia, afectando negativamente tanto a la oferta de trabajo existente como a la toma de decisiones financieras adecuadas. Se generan pues ineficiencias en el sistema fiscal.

Si la inflación no es anticipada los costes que surgen son igualmente de tres tipos:

1. Costes en términos de incertidumbre, derivados de la introducción de una prima de riesgo en los tipos de interés a largo plazo, incrementando los costes reales del capital. La aversión al riesgo de los inversores ha de compensarse, pero si la inflación no es capaz de ser anticipada será difícil estimar la prima de riesgo, lo cual supone un coste ante la aparición de la inflación, en forma de menor inversión.

2. Un segundo coste surge por la dificultad de distinguir los cambios en los precios relativos de los cambios en los precios absolutos, con las consecuencias que esto supone sobre la adquisición de inmuebles y activos a largo plazo, y en última instancia sobre la eficiencia en el proceso de asignación de los recursos.
3. Por último, el coste derivado de la aparición de inflación no anticipada creada directamente por la autoridad monetaria en forma de inflación sorpresa, que lleva a los individuos a dedicar recursos para protegerse directamente de la posible inflación en detrimento de las actividades productivas; se genera una volatilidad inesperada en las variables reales de la economía, que no se corresponden con la realidad.

Si la inflación es anticipada¹⁸, los individuos reaccionan y planifican su comportamiento de modo que, siempre que los niveles de inflación sean bajos, los costes derivados de la tenencia de saldos de dinero indeseados y de la existencia de *costes de menú* serán relativamente poco importantes, aunque sí serán bastante importantes los costes derivados del efecto de la inflación sobre el sistema fiscal. Por el contrario, si la inflación no es perfectamente anticipada, los agentes se ven sorprendidos por la existencia de inflación, siendo los efectos de ésta, en términos de coste, mayores.

La inflación incorpora en todo caso un elemento de incertidumbre al dificultar la predicción de los precios futuros, modificar los precios relativos y distorsionar la información que contiene el sistema de precios. Dicha incertidumbre afecta negativamente a la tasa de crecimiento de la economía, al desincentivar la inversión en capital físico y capital humano y limitar las mejoras de productividad.

¹⁸ Vid. SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS DEL SECTOR EXTERIOR (1996): “La inflación: ¿El fin de ...”; op. cit.

La existencia de costes derivados de la inflación disminuye el nivel de recursos productivos empleados en la economía, y por tanto, la base de crecimiento de ésta. La tasa de crecimiento de la economía disminuye en mayor medida cuanto mayor es la tasa de inflación existente.

Por ello, se debe avanzar hacia el objetivo de estabilidad monetaria que permitirá generar los incentivos necesarios para reconducir los recursos de la economía hacia usos productivos. Ésta es la mayor ganancia que proporciona el objetivo de estabilidad de precios, buscando el crecimiento de la economía del modo más eficiente.

2.2.1.4. Costes de la desinflación

El análisis de los costes relacionados con el logro del objetivo de estabilidad monetaria no se limita a los costes derivados de su consecución. El proceso de desinflación en si mismo también supone costes en términos de pérdida de empleo y producción. Estos costes aparecen, en mayor medida, por la lentitud en el ajuste tanto de los precios como de los salarios, dado que si ambos son rígidos a la baja la reducción en la tasa de inflación requiere una caída de la actividad económica mayor de la esperada¹⁹.

Estos costes, al igual que los costes de la inflación, son también importantes y hay que tratar de reducirlos. Para ello, la estrategia a utilizar²⁰ en el logro de la estabilidad de los precios debería perseguir ésta cuando la inflación es alta, pero evitando un proceso de desinflación completo, es decir, mantener la estabilidad de

¹⁹ *Ibidem*.

²⁰ Vid. MISHKIN, F. (1996): "What monetary policy ...", *op. cit.*; p. 20.

precios en el nivel en que se haya fijado, sin intentar reducir aún más la tasa de inflación²¹.

Por otro lado, estos costes tienden a incrementarse cuanto mayor es el acercamiento al objetivo de la estabilidad monetaria e incluso no desaparecen cuando la estabilidad de los precios se mantiene durante un cierto período de tiempo. Se puede decir que los costes de la desinflación dependen, por tanto, del nivel inicial de inflación existente y de la velocidad del ajuste hacia la estabilidad de precios. A priori, los costes de la desinflación son menores cuanto mayor es la inflación inicial y cuanto mayor es el tiempo requerido para alcanzar el ajuste. De este modo, la opción más adecuada sería la utilización de una senda de desinflación gradual y progresiva en el tiempo.

El efecto de esta actuación sobre las decisiones del sector privado y por tanto sobre la economía global determinará el coste del proceso de desinflación; en este sentido, la credibilidad otorgada a la autoridad monetaria condiciona la actitud de los agentes económicos para aceptar o no las medidas antiinflacionistas llevadas a cabo.

Nos detendremos a continuación en este proceso de desinflación²² analizando, por un lado la velocidad con la que la tasa de inflación converge hacia el objetivo de la estabilidad de precios, denominada *velocidad óptima de desinflación*, y por otro, la velocidad a la que la política monetaria compensa las perturbaciones transitorias en la tasa de inflación, es decir, la *flexibilidad óptima de la política monetaria*. En las economías en las que existe un compromiso creíble y anunciado de modo explícito hacia la estabilidad de precios sólo es relevante la segunda, mientras que en los países que

²¹ Suponemos obviamente que la estabilidad de precios está definida admitiendo un valor positivo de la inflación, idea que ya se ha defendido anteriormente en este trabajo.

²² Vid. GARCÍA DE PASO, J.I. (1997): "Balance de la política monetaria en la transición hacia la UME", *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 58; pp. 25-32.

intentan cambiar de un régimen de inflación moderada o alta a otro de estabilidad monetaria son importantes las dos²³.

2.2.1.4.1. Velocidad óptima de desinflación

Por velocidad óptima de desinflación entendemos concretamente la velocidad a la que la autoridad monetaria desea conseguir el objetivo de estabilidad de precios, considerando que la política monetaria afecta al nivel real de producción y empleo a corto plazo pero no a largo plazo.

Para analizar la velocidad óptima de desinflación es necesario hacer dos precisiones. La primera es que la política monetaria es una combinación de objetivos elegidos y fijados *ex-ante* y de medidas llevadas a cabo tanto para conseguirlos como para proporcionar una respuesta adecuada a la aparición de determinados *shocks*. La segunda se refiere a la necesidad de credibilidad que los agentes económicos otorgan a las medidas llevadas a cabo por la autoridad monetaria.

La reducción inmediata de la tasa de inflación hacia un nivel compatible con la estabilidad de precios tiene efectos a corto plazo sobre la producción y el empleo; una política monetaria antiinflacionista que no esté prevista por los agentes privados puede generar unos costes que crezcan más que proporcionalmente con el ritmo de desinflación buscado²⁴.

Estos costes son consecuencia del cambio en el diseño de la política monetaria y de la incertidumbre generada sobre los agentes privados respecto a si realmente se ha modificado o no el objetivo de la política monetaria. Por esta razón, la credibilidad en la

²³ Vid. KING, M. (1996): "How should central banks reduce inflation?", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, vol. 81; pp. 25-51.

²⁴ Vid. GARCÍA DE PASO, J.I. (1997): "Balance de la política monetaria ..."; op. cit.; pp. 25-32.

autoridad monetaria es fundamental para que el sector privado acepte la política antiinflacionista, ajustando sus expectativas de inflación a la baja y generando menores costes derivados del proceso de desinflación. Así, la velocidad óptima de desinflación depende del coste que suponga en términos de producción el cambio de expectativas del sector privado sobre las intenciones del banco central para reducir la inflación.

Dependiendo de cuáles sean las expectativas de inflación del público en cada período, así reaccionará el banco central a la hora de diseñar la política monetaria mediante la elección de su objetivo de inflación para ese período²⁵.

Si la autoridad monetaria goza de total credibilidad, las expectativas de inflación del sector privado serán consistentes con la adopción por parte del banco central de un nuevo objetivo de inflación que se corresponda con la estabilidad del nivel de precios. Al ser creíble este objetivo, no se producirán sorpresas deflacionistas y la producción real y el empleo no caerán por debajo de su nivel natural. No habrá costes asociados a la caída de la producción.

Si, por el contrario, los agentes privados forman sus expectativas independientemente del proceso de desinflación por no existir información perfecta y esperan además un objetivo de inflación superior al deseado por la autoridad monetaria, se producirán sorpresas deflacionistas que generan costes sociales en forma de reducción del nivel de producción efectiva.

Es preferible un proceso de desinflación gradual, en el que los costes asociados al mismo son menores a pesar de que la inflación permanezca elevada durante más tiempo,

²⁵ *Ibidem*.

frente a un proceso de desinflación que se produzca rápidamente en el que los costes serían mucho mayores. Una senda gradual hacia el objetivo de estabilidad de precios es pues menos costosa que una “estrategia de choque”.

2.2.1.4.2. Flexibilidad óptima de la política monetaria

La flexibilidad óptima de la política monetaria determina la capacidad discrecional de la autoridad monetaria para responder ante ciertos *shocks* o perturbaciones que se producen de modo inesperado. El grado de acomodación de la política monetaria a estas perturbaciones será mayor cuanto mayor sea la ponderación que el banco central asigne a evitar desviaciones de la inflación efectiva respecto de la inflación objetivo y cuanto menor sea el impacto de las sorpresas sobre la producción efectiva²⁶.

La mayor o menor rapidez en la respuesta de la autoridad monetaria a los *shocks* o perturbaciones inesperadas que se puedan producir genera un coste importante en el proceso de desinflación, que depende en gran medida del grado de información de que dispongan los agentes económicos. Si existe información perfecta, la política monetaria no generará costes elevados en términos de producción, pero si la información es imperfecta el coste será mayor y una reducción importante de la tasa de inflación generará una reducción en el nivel de producción. Se dice entonces que existe un *trade-off* entre tasa de inflación y nivel de producción²⁷. Por ello, la mayor o menor rapidez en dar respuesta a los *shocks* inesperados que se producen en la economía depende principalmente del grado de información transmitida.

²⁶ *Ibidem*.

²⁷ Vid. KING, M. (1996): “How should central ...”; *op. cit.*; pp. 39-43.

Por otro lado, es necesario tener en cuenta que si la inflación esperada excede el objetivo de inflación pretendido, hay una pérdida sistemática de producción en el período de transición a la estabilidad de precios²⁸. No obstante, es posible determinar la senda óptima de desinflación minimizando las desviaciones de la tasa de inflación y del nivel de producción respecto a sus niveles deseados.

En general, durante las fases iniciales de un proceso de desinflación, será más adecuado que el banco central lleve a cabo una política monetaria poco flexible respecto al momento en que el objetivo último se haya conseguido. La existencia de mayor flexibilidad puede condicionar también las expectativas futuras sobre el objetivo último. Cuanta mayor flexibilidad de la política monetaria menor será la credibilidad en la consecución del objetivo final. Por ello, la actuación del banco central se puede decir que se enfrenta a una disyuntiva entre flexibilidad y credibilidad, aunque ésta sólo se plantea mientras tiene lugar el proceso de transición hacia la estabilidad de los precios.

2.2.2. EL OBJETIVO DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Junto al objetivo de la estabilidad monetaria aparece como ya dijimos el objetivo de la estabilidad financiera como un fin adicional de la política monetaria, aunque defendido con menor énfasis. La estabilidad monetaria no puede estar en realidad separada de la estabilidad financiera²⁹. Cualquier cambio inesperado en las condiciones monetarias son una causa de desorden financiero³⁰, y aunque en este caso la

²⁸ *Ibidem*.

²⁹ Vid. GEORGE, E. (1994): "La búsqueda de la estabilidad financiera", *Boletín CEMLA*, vol. 40, nº 5; pp. 206-214.

³⁰ Muchas tensiones recientes en el sistema financiero han sido causadas en gran parte por el acelerado crecimiento del crédito a mediados y finales de la década de los ochenta, en la cual se produjo un exceso de demanda e inflación creciente que obligó a muchos países a un cambio en el diseño de la política monetaria.

responsabilidad recaería en la autoridad monetaria, es decir en el banco central, éste es la institución necesaria para garantizar al mismo tiempo la estabilidad financiera.

Entre las funciones más importantes de un sistema financiero³¹ se señala que éste debe contribuir al logro de la estabilidad monetaria y financiera, y permitir a través de su estructura el desarrollo de una política monetaria activa por parte de la autoridad monetaria, entendiendo por estabilidad la ausencia de crisis importantes en los grupos que integran el sistema financiero así como la consecución de una evolución estable de las principales macromagnitudes monetarias y financieras.

La función de los mercados e intermediarios financieros como canalizadores de los flujos de fondos entre ahorradores e inversores exige la garantía de la estabilidad financiera para promover un sistema financiero sano capaz de generar eficiencia económica y crecimiento económico. Un sistema financiero saludable favorece la transmisión de información entre los agentes económicos, proporcionando una asignación de los recursos más eficiente. Por el contrario, una crisis financiera puede colapsar la inversión y el gasto en consumo, produciendo una contracción de la actividad económica general.

El escenario financiero actual se caracteriza por ser sumamente competitivo, estimulado por mejores comunicaciones y tecnología, así como por la aparición de nuevos instrumentos, mercados y técnicas financieras. Estos cambios, en general, favorecen la diversificación de los riesgos, permitiendo diluir el grado del mismo en la economía, aunque en ocasiones también pueden generar mayores riesgos³². Aquí es

³¹ Vid. PAREJO, J.A., CUERVO, A., CALVO, A. y RODRÍGUEZ SÁIZ, L. (2001): “*Manual de Sistema Financiero Español*”, Ed. Ariel Economía, 14ª edición. Barcelona; pp. 21 y ss.

³² Vid. GEORGE, E. (1994): “La búsqueda de la estabilidad ...”; op. cit.; pp. 207-208.

donde interviene el banco central, cuyo objetivo debe ser el equilibrio entre riesgo y estabilidad financiera.

Por ello, debemos plantearnos cuál es el papel de la política monetaria y por tanto del banco central, como autoridad responsable de la misma, en la consecución de este objetivo³³. En primer lugar, la política monetaria debe favorecer un escenario financiero saludable que sea poco propenso a la aparición de crisis que puedan derivar en efectos negativos sobre la economía, mediante el objetivo de estabilidad financiera; en segundo lugar, la política monetaria puede evitar la aparición de crisis financieras gracias a la actuación del banco central como prestamista en última instancia en situaciones fuera de control.

2.2.2.1. Función de supervisión y garantía de la estabilidad financiera

Un factor importante que contribuye a la aparición de crisis financieras es la existencia de fluctuaciones inesperadas en el nivel de precios y en la inflación, con el consiguiente efecto negativo sobre el balance empresarial³⁴. Una deflación no anticipada causa deterioro en el balance de la empresa, disminuyendo su capacidad de endeudamiento y decayendo el nivel de inversión. Por esta razón, el mantenimiento de la estabilidad de precios es necesario para conseguir la estabilidad financiera, ya que establece un objetivo claro para el nivel de precios, no produciéndose movimientos bruscos e inesperados que afecten negativamente a los flujos de fondos existentes en el sistema financiero.

³³ Vid. MISHKIN, F. (1996): "What monetary policy ..."; op. cit.; pp. 21-22.

³⁴ Una reducción inesperada en la inflación aumenta el valor real del pasivo de una empresa con el consiguiente aumento en la carga de la deuda de la misma, pero el valor de los activos permanece invariable.

Las economías menos desarrolladas, con mercados emergentes, tienen aún más dificultades para conseguir el objetivo de estabilidad financiera. En general, son economías con estructuras financieras débiles cuyo endeudamiento se produce frecuentemente a corto plazo y en moneda extranjera, lo que acentúa los efectos negativos de la falta de estabilidad monetaria frente a los países industrializados. Estos países se han caracterizado por generar las principales crisis financieras mundiales, debido a la existencia de sistemas financieros frágiles que no han sido capaces de asumir un proceso de desinflación que, en ocasiones, ha sido bastante rápido³⁵.

Los bancos centrales han de desarrollar un papel supervisor con el fin de prevenir la aparición de crisis financieras indeseadas. Esta función puede desarrollarse sobre entidades a nivel individual, aminorando el riesgo de quiebra y el riesgo de pérdida de dinero por los depositantes de fondos, o a nivel conjunto mediante la supervisión del sistema financiero con el fin de reducir el riesgo sistémico³⁶.

La tarea esencial del banco central, en este sentido, es preservar la estabilidad de todo el sistema financiero, sin restringir indebidamente la capacidad de las empresas de servir a la economía global. En especial, esta supervisión se lleva a cabo sobre el sistema bancario ya que aunque la inestabilidad financiera no tenga su causa última en éste, sí le afecta directamente por el papel que desempeñan las entidades de crédito frente al resto de los intermediarios financieros.

Este papel de supervisión modernamente se basa sobre todo en establecer normas mínimas de fijación y control de los recursos propios, la liquidez, y la concentración de riesgo admitida.

³⁵ Vid. MISHKIN, F. (1996): "What monetary policy ..."; op. cit.; p. 22.

³⁶ Vid. GEORGE, E. (1994): "La búsqueda de la estabilidad ..."; op. cit.; p. 210.

2.2.2.2. Función de prestamista en última instancia

Además de la función de supervisión realizada por la autoridad monetaria para garantizar la estabilidad monetaria y financiera, en ocasiones el banco central ha de actuar más directamente sobre alguna entidad que atraviese una situación difícil de liquidez. El apoyo del banco central al sistema financiero como prestamista en última instancia tiene como finalidad proteger al conjunto del sistema mediante el apoyo a alguna entidad concreta cuya quiebra (o crisis en general) podría contagiarse al resto de entidades teniendo un efecto muy negativo sobre el sistema financiero en particular, y sobre la economía en su conjunto³⁷.

La función de prestamista en última instancia tradicionalmente se ha desarrollado en dos vertientes distintas³⁸: por un lado, dirigida directamente a financiar instituciones financieras con problemas de solvencia, con el fin de evitar el contagio y los efectos externos de crisis individuales o quiebras al resto del sistema³⁹; y por otro, a financiar el suministro de liquidez a las instituciones financieras, bien mediante adquisiciones temporales de activos, o bien mediante préstamos personales, por los cuales se concede financiación intradía⁴⁰.

Actualmente, los bancos centrales actúan como prestamistas en última instancia en mayor medida mediante las operaciones de mercado abierto, mientras que su actuación en crisis concretas de instituciones financieras se ha visto reducida en los últimos años, debido a la existencia de un mayor número de instrumentos adicionales

³⁷ Vid. PAREJO, J.A., CUERVO, A., CALVO, A. y RODRÍGUEZ SÁIZ, L. (2001): “*Manual de Sistema ...*”; op. cit.; pp. 98-100.

³⁸ Vid. GUITIÁN, M. (1995): “La independencia de los Bancos Centrales: principales aspectos y diversidad de modelos”, *Economistas*, nº 66-67. Colegio de Economistas de Madrid; pp. 163-164.

³⁹ Vid. FREIXAS, X. (1999): “*El prestamista en última instancia en el entorno financiero actual*”, Centre de Recerca en Economia Internacional. Barcelona.

⁴⁰ Vid. GUITIÁN, M. (1995): “La independencia de ...”; op. cit.; pp. 163-164.

que permiten prevenir a las entidades de situaciones críticas y al mismo tiempo garantizan un funcionamiento más sano del sistema financiero⁴¹.

Este apoyo del banco central no debe observarse por otra parte como algo natural, ya que no es una actuación prevista de forma automática por él mismo. En la práctica, la función de supervisión pretende procurar liquidez a la entidad, una vez que se ha verificado que no existe otra fuente capaz de hacerlo, pero además debe exigir medidas de control para evitar que la falta de liquidez o de solvencia vuelva a ocurrir, imponiendo sanciones si es necesario⁴².

Por último, es necesario señalar la relevancia que tiene dicha función en el marco de la actuación de los bancos centrales, la cual no dificulta, como algunos autores critican⁴³, el diseño y ejercicio de la política monetaria por parte de éstos, y en concreto el logro del objetivo de la estabilidad de precios. Es más, ambas funciones se complementan⁴⁴: por un lado, ya que a la hora de aplicar la política monetaria se está teniendo en cuenta la labor de supervisión de los bancos centrales sobre el sistema financiero, y al mismo tiempo porque una mayor estabilidad de los precios favorece un

⁴¹ Un análisis completo de dichos instrumentos, así como de la política financiera en general se puede observar en la obra ya citada de FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GÁMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): “*Política Monetaria: su eficacia ...*”; op. cit.; pp. 159-198. También véase PAREJO GÁMIR, J. A. (1995): “Hacia un nuevo enfoque de la política financiera”, *Actualidad Financiera*, nº 12; pp. 343 y ss.

⁴² Vid. PAREJO, J.A., CUERVO, A., CALVO, A. y RODRÍGUEZ SÁIZ, L. (2001): “*Manual de Sistema ...*”; op. cit.; pp. 109 y ss.

⁴³ En el marco de la UEM, el Banco Central Europeo ha asumido la soberanía en materia de política monetaria, pero no en materia de supervisión bancaria, función que es mantenida por los Bancos Centrales o por otras autoridades supervisoras nacionales. Por este motivo algunos autores han cuestionado las dificultades que este hecho podría tener para el logro del objetivo de la estabilidad de los precios en la zona euro, debido a que el ejercicio de estas funciones se realiza en dos marcos distintos, supranacional y nacional. Por ello, algunos autores cuestionan la necesidad de una autoridad también supranacional en materia de supervisión. Vid. FREIXAS, X. (1999): “*El prestamista en última ...*”; op. cit.; y PRATI, A. y SCHINSASI, G. (1998): “*Will the European Central Bank be the lender of last resort in EMU?*”. IMF.

⁴⁴ Vid. GUITIÁN, M. (1995): “*La independencia de ...*”; op. cit.; pp. 158-169.

mejor funcionamiento de los mercados e instituciones financieras, evitando situaciones de inestabilidad financiera.

2.2.3. EL OBJETIVO DE ESTABILIDAD DE PRECIOS EN LA UEM

El Tratado de la Unión Europea (TUE), reconoció en 1992 la importancia del objetivo de estabilidad monetaria para la futura UEM. Concretamente, se señalaba en él que el objetivo primordial del SEBC sería mantener la estabilidad de los precios, aunque sin perjuicio de este objetivo, apoyase también las políticas económicas de la Comunidad con el fin de contribuir a la consecución de los objetivos últimos de la misma⁴⁵.

La prioridad del objetivo de estabilidad de precios frente a otros objetivos de la política económica ya ha sido discutida previamente en este trabajo. La mayoría de los bancos centrales tradicionalmente han definido su política monetaria con la finalidad de conseguir el objetivo de estabilidad de precios y de modo adicional el objetivo de estabilidad financiera. La consecución de este objetivo por los países miembros en los años previos a la aparición de la UEM ha sido una forma de potenciar la convergencia entre las distintas economías; convergencia que ha permitido la aparición de un área común.

Sin embargo, en el caso de la UEM la característica fundamental que distingue la definición de ese objetivo respecto a la de otros países es que está recogido de forma explícita en un texto legal, el TUE, que necesitó el acuerdo previo de todos los países miembros de la UE y futuros miembros de la UEM para poder reconocer la primacía de

⁴⁵ Vid. COMISIÓN EUROPEA (1994): *“Tratado de la Unión Europea y Protocolos anexos sobre los Estatutos del SEBC y del BCE”*. Bruselas.

este objetivo frente a otros y asignar su logro a la política monetaria única aplicada durante la tercera etapa.

Existe, por tanto, consenso en la consecución del objetivo de la estabilidad de precios. No obstante, algunos autores⁴⁶ reconocen que es un acuerdo de carácter claramente político. Se puso énfasis en que el objetivo quedara definido de modo expreso, mientras que en otros países queda sobreentendido, al señalar como objetivo la obligación de la autoridad monetaria de salvaguardar la moneda⁴⁷.

La definición precisa del objetivo de estabilidad de precios no permite posibilidad alguna de interpretar el objetivo en uno u otro sentido, aunque en cambio, la flexibilidad en el diseño que se haga para su consecución por parte de la autoridad monetaria responsable es máxima, teniendo siempre como referencia el objetivo último.

En este sentido, la definición del indicador utilizado para medir la estabilidad de precios se ha acordado que sea un *índice de precios del consumo armonizado* (IPCA), para todos los países miembros de la UEM. La elección de este índice se ha basado en su utilización en la mayoría de los países miembros así como en el acuerdo de que es el índice más adecuado teniendo en cuenta que incluye partidas que generan costes importantes ante la aparición de inflación, por lo que es bastante significativo en la evolución de ésta.

En el caso de un índice conjunto para los países integrantes de la UEM, la elección del indicador ha obligado a evaluar dos características adicionales del mismo⁴⁸:

⁴⁶ Vid. GROS, D. (1998): "Delivering price stability in EMU: the European System of Central Banks", *Kredit und Kapital*, nº 14; pp. 341-363.

⁴⁷ El objetivo de política monetaria se ha definido así hasta no hace mucho tiempo en la legislación de algunos bancos centrales, como la ley del Bundesbank de 1957 en que se señalaba la salvaguarda de la moneda como la principal responsabilidad del banco central.

⁴⁸ Vid. GROS, D. (1998): "*Delivering price stability in ...*"; op. cit.; pp. 348-349.

en primer lugar, la disponibilidad del mismo entendiéndose por ésta su posibilidad de cálculo y la existencia de estadísticas frecuentes, y en segundo lugar, la comparabilidad en la evolución de los precios y aparición de inflación en los distintos países a nivel individual.

Esta última característica adquiere relevancia porque mientras que la evolución de los precios a nivel nacional puede no tener mucha variabilidad entre distintas regiones, a nivel de un grupo de países, como es el caso de la UEM, esta variabilidad puede ser mayor.

Por otro lado, no hay que olvidar la amenaza que para la estabilidad de los precios pueden suponer algunos factores como el régimen de tipo de cambio existente o incluso la situación deficitaria de las finanzas públicas⁴⁹.

Respecto al primero, el Tratado y los Estatutos del SEBC y del BCE son claros. El Consejo Europeo podrá adoptar acuerdos sobre el régimen cambiario entre el euro y otras monedas, previa consulta al SEBC, con el fin de garantizar que no hay conflicto con el objetivo de estabilidad de precios. El Consejo deberá consultar también al Parlamento Europeo. Una vez realizadas las consultas el Consejo podrá, mediante mayoría cualificada, formular orientaciones generales sobre adoptar, modificar o abandonar un determinado régimen cambiario.

Si no existe un acuerdo formal con otros países sobre el régimen cambiario, el Consejo se limitará, también bajo mayoría cualificada, a formular orientaciones generales para la política cambiaria sin perjuicio del objetivo de la estabilidad de los precios. Una vez definida, la aplicación de la política cambiaria le corresponderá al

⁴⁹ Vid. COMISIÓN EUROPEA (1994): “*Tratado de la Unión ...*”; op. cit.

Consejo General del BCE, que como veremos en un apartado posterior está formado tanto por los países que integran la UEM como por los países que han quedado fuera.

En este sentido, es posible que haya cierto conflicto entre ambos órganos ya que el BCE tendrá siempre como referencia el objetivo último de la estabilidad de precios, mientras que los miembros del Consejo pondrán mayor atención en la estabilidad cambiaria. Para que las decisiones sean aplicadas por el Consejo General del BCE, éste deberá ser convencido durante los procedimientos de consulta.

La UEM en si misma también contribuirá al logro del objetivo de estabilidad de precios debido a la no existencia de tipos de cambio, lo que hará desaparecer el riesgo de cambio y los costes de transacción que supone la existencia de distintas monedas. Los mercados funcionarán de un modo mucho más eficiente.

En segundo lugar, respecto a la influencia de las finanzas públicas en la consecución del objetivo de la estabilidad de los precios, ésta se ha intentado evitar en todo momento y más aún desde la prohibición explícita de financiación monetaria del déficit público recogida en el Tratado. Cualquier tipo de financiación crediticia a algún órgano comunitario queda también totalmente prohibida. Estas cuestiones se manifiestan en el concepto de independencia financiera, que analizaremos posteriormente.

Por otro lado, se podría pensar que el apoyo del BCE al resto de políticas económicas de la Comunidad podría traducirse en la posibilidad de intervención directa del Consejo de Ministros ECOFIN en la política monetaria común, lo cual no es admisible. Por ello, tampoco se dañará la consecución del objetivo de estabilidad de precios en beneficio del resto de objetivos de la política económica.

En la práctica, ninguna de estas tres posibles amenazas será tal, y por tanto no se dañará la consecución del objetivo último de estabilidad monetaria por el SEBC.

A principios de la década de los noventa, momento en que se diseñaba la futura UEM, algunos autores⁵⁰ planteaban que para el éxito de la Unión se debería sacrificar el objetivo de estabilidad de precios. Sin embargo, hacer esto hubiese sido un paso hacia atrás después del alto grado de acuerdo conseguido entre todos los países miembros de la Comunidad respecto a la necesidad de consecución del objetivo de estabilidad monetaria.

⁵⁰ Vid. BORGES, A.M. (1993): “Should EMU end inflation?” en *The Monetary Future of Europe*. CEPR.

2.3. LOS BANCOS CENTRALES COMO RESPONSABLES DEL DISEÑO Y EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Actualmente, el ejercicio de la política monetaria se caracteriza por el papel que han asumido los bancos centrales como responsables del diseño y aplicación de la misma. El aumento de poder en el ámbito monetario frente al poder político nos lleva a plantearnos si realmente los bancos centrales son las autoridades adecuadas para asumir esta responsabilidad.

Nos planteamos cómo debería ser o no ser la actuación del banco central, en un marco actual, donde el objetivo primordial de la política monetaria es la estabilidad de precios. El análisis detenido de su actividad nos permitirá obtener los elementos que deben caracterizar al banco central y que deben convertirse en exigencias a los mismos si buscamos que la política monetaria sea lo más eficiente posible.

La finalidad última de este análisis pretende evaluar a priori la política monetaria única en función de la autoridad responsable de la misma, el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), formado por el Banco Central Europeo (BCE) y los Bancos Centrales Nacionales (BCNs). Por ello, en muchos casos aplicaremos las exigencias de los bancos centrales en general al caso particular del BCE, obteniendo algunas ideas sobre las características que debe tener la autoridad monetaria responsable de la política monetaria única.

2.3.1. ¿CÓMO DEBEN ACTUAR?

Una vez que han sido definidos los objetivos básicos de la política monetaria, es decir, la estabilidad de precios con carácter primordial, y la estabilidad financiera adicionalmente, nos podemos plantear cuál es el papel del banco central y cómo debe ser su actuación en el caso de que tenga la responsabilidad de la política monetaria.

Atribuir a una autoridad distinta del gobierno la responsabilidad sobre la política monetaria permite adoptar una postura de independencia respecto al poder político, no permitiendo ninguna influencia externa en la toma de decisiones sobre política monetaria. El banco central puede y debe actuar con la única referencia del objetivo último, no estando sujeto ni condicionado a los períodos electorales como le ocurre al gobierno. Sin embargo, es éste el que otorga el grado de independencia al banco central, que generalmente está recogido legalmente de forma expresa. Es el gobierno el que determina hasta que punto está dispuesto a delegar la responsabilidad de la política monetaria sobre una autoridad distinta. En los últimos años el aumento en el grado de independencia alcanzado por la mayoría de los bancos centrales ha sido una constante, resultando un grado de independencia respecto del poder político muy elevado, destacando en este sentido entre ellos el Bundesbank alemán.

Por otro lado, la autoridad monetaria tiene como única responsabilidad la actuación en materia monetaria, por lo que no tiene posibilidad de influir directamente sobre cualquier otra faceta de la política económica. No obstante, debe tener en cuenta la política económica del gobierno a la hora de tomar sus decisiones, de forma que exista coherencia con los objetivos generales del país, pero sin perjudicar la consecución del objetivo último. Debemos plantear la política monetaria pues dentro de un enfoque integrado de la política económica, en el que todas las políticas están fuertemente interrelacionadas y no pueden considerarse aisladamente.

Teniendo en cuenta estos aspectos, diremos que la autoridad monetaria, el banco central, es responsable del diseño y aplicación de la política monetaria. Para ello, en primer lugar, debe fijarse el objetivo último a conseguir, principalmente el objetivo de estabilidad de precios, que puede ser establecido por el propio banco central o impuesto por la autoridad política, que mantiene en este último caso, a pesar de cierta independencia del banco central, la posibilidad de fijar el objetivo último de la política

monetaria. Este objetivo es el que garantiza un funcionamiento del sistema económico más eficiente⁵¹.

A continuación, el banco central debe establecer y analizar los medios que tiene a su disposición para alcanzar los objetivos de su política monetaria, así como determinar el conjunto de factores que pueden influir en la consecución de éstos. Para ello, deberá tener en cuenta, entre otros factores, los siguientes:

- El modelo económico que caracteriza el comportamiento de la economía y que le permite establecer predicciones o pronósticos sobre la evolución futura de las variables necesarias para la aplicación de la política monetaria⁵².
- El resto de políticas económicas diseñadas por el gobierno, en especial la política fiscal por su influencia en la política mixta fiscal-monetaria y por formar parte del grupo de medidas por el lado de la demanda, junto a la política monetaria.
- En un nivel más práctico, el banco central debe disponer de los medios técnicos y humanos necesarios para llevar a cabo su función, es decir, entre otros, de un servicio de estudios o investigación, un servicio estadístico claro y preciso, así como el libre acceso a toda la información relevante.

No hay que olvidar que además la actividad del banco central está limitada por otros aspectos, algunos de ellos limitaciones generales al conjunto de la política económica, como la incertidumbre, la existencia de retardos temporales, las expectativas racionales y otros que constituyen limitaciones específicas a la política monetaria.

⁵¹ Vid. MISHKIN, F. (1996): “What monetary policy ...”; op. cit.; p. 25.

⁵² Vid. BLINDER, A. (1997): “What central bankers could learn from academics –and viceversa?”, *Journal of Economics Perspective*, vol. 11, nº 2; pp. 3-19.

Entre estos últimos hay que destacar: el carácter asimétrico de la política monetaria, los cambios en la velocidad media de circulación del dinero, los problemas de inconsistencia temporal, las limitaciones exteriores, las limitaciones institucionales a los tipos de interés e incluso la consideración de las políticas de reformas estructurales que han alcanzado cada vez mayor relevancia en el contenido de la política económica⁵³.

Definidos los objetivos de la política monetaria y conociendo tanto la situación en la que se ha de aplicar, como las limitaciones a las que se ve sometida, el paso siguiente consiste en diseñar la estrategia más adecuada para la consecución del objetivo último.

La estrategia de política monetaria ha de incluir los objetivos últimos que se desean alcanzar, así como la mejor forma de hacerlo según los aspectos antes señalados. La estrategia ha de ser clara y precisa. Clara en el sentido de que queden establecidos los objetivos últimos y los instrumentos, pero también todo el conjunto de variables económicas y monetarias adicionales que se vayan a utilizar, bien para servir de indicadores o bien para influir primeramente sobre ellas y facilitar así la consecución del objetivo último, en cuyo caso actuarían como variables intermedias.

A su vez esta estrategia ha de ser precisa, en el sentido de cuantificar en la medida de lo posible los objetivos a conseguir y las variables intermedias utilizadas, en su caso, así como el grado de utilización de los instrumentos. Además, se ha de tener en cuenta el mecanismo de transmisión de la política monetaria que caracteriza la actividad del banco central, por el cual la actuación del mismo llega hasta el objetivo último, y se transmite al resto de la economía.

⁵³ Para un estudio más exhaustivo del contenido teórico de la política monetaria, véase FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GÁMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): “*Política Monetaria: su eficacia ...*”; op. cit.

El ejercicio diario de la política monetaria exige por tanto que los bancos centrales dediquen gran parte de su tiempo a la toma de decisiones sobre cómo utilizar los instrumentos de que disponen con el fin de afectar a los tipos de interés o a la cantidad de dinero existente, o directamente al objetivo de inflación. El banco central debe actuar sobre aquella variable que mejor controla. Pero esta actividad permanente debe tener como referencia el diseño de la estrategia previamente establecida.

Asimismo, la estrategia de política monetaria debe tener una dimensión temporal de largo plazo frente al corto plazo⁵⁴, ya que en este último caso la política monetaria está sometida a cambios más bruscos por las decisiones frecuentes del banco central. El análisis teórico y la evidencia empírica también ponen de manifiesto, que ante la existencia de retardos temporales en la política monetaria, la dimensión temporal de ésta no sólo tiene que ser a largo plazo, sino que también debe estar prevista de antemano. Es decir, el ejercicio de la política monetaria no genera efectos inmediatamente, por lo que el banco central debe prever el momento y la forma de intervenir antes de que sea necesario, con el fin de que los efectos se generen en el momento oportuno.

El banco central debe ajustar sus instrumentos en respuesta a los pronósticos sobre el objetivo, en su caso sobre la inflación que haya en el momento. Concretamente, el banco central debe conocer los retardos con que la política monetaria tiene efectos sobre la tasa de inflación y en consecuencia actuar antes de que las presiones inflacionistas aparezcan en la economía. Por ejemplo, la elevación del tipo de interés en previsión de que si no sube se acelerará la inflación, puede evitar que esto último realmente ocurra.

⁵⁴ El diseño de objetivos a más largo plazo permite reducir los problemas de inconsistencia temporal en mayor medida que si los objetivos están definidos en plazos cortos más continuos y sometidos, por tanto, a cambios más frecuentes.

Por último, la estrategia de política monetaria debe ser transparente. Los agentes deben conocer en todo momento cuáles son los objetivos pretendidos y los instrumentos utilizados para su consecución. Esto permite a los agentes privados formar correctamente sus expectativas sobre el comportamiento de algunas variables y del objetivo último, reduciendo la incertidumbre a que frecuentemente están sometidos.

Además, que los objetivos y la forma de alcanzarlos sea totalmente transparente al resto de agentes, hace que el banco central esté sujeto a un compromiso frente a éstos. Los anuncios realizados por el banco central sobre los objetivos fijados y su consecución, le obligan a no desviarse de lo previamente anunciado, evitando los problemas que plantearía la posible inconsistencia temporal de la política monetaria. El banco central queda obligado a un compromiso del que debe rendir cuentas⁵⁵.

El cumplimiento de lo anunciado hace que el banco central sea considerado creíble por parte del público. La credibilidad del mismo es fundamental para transmitir al conjunto de la economía las intenciones del banco central y sus pretensiones respecto a los objetivos últimos. En caso de incumplimiento el banco central dañaría su credibilidad y le costaría convencer al público de su honestidad ante la adopción de nuevas medidas.

Asimismo, debe proporcionar la información necesaria a los agentes sobre la evolución de los objetivos previstos y si ésta se adecua a lo prefijado⁵⁶. En caso de

⁵⁵ Para un análisis en profundidad de la inconsistencia temporal de la política monetaria, como limitación a la eficacia de la política monetaria véase FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GÁMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): “*Política Monetaria: su eficacia ...*”; op. cit.; pp. 129-136. También se pueden analizar al respecto algunos artículos: ERIAS, A. y SÁNCHEZ, J.M. (1995): “Independencia de los bancos centrales y política monetaria: una síntesis”, *Hacienda Pública Española*, nº 132; pp. 63-77; y GARCÍA DE PASO, J.I. (1993): “Teoría y evidencia recientes sobre la independencia de la banca central”, *Papeles de Economía Española*, nº 54; pp 37-40.

⁵⁶ Vid. ALMEIDA A. y GOODHART, Ch. A. E. (1997): “¿Afecta la adopción de objetivos directos de inflación al comportamiento de los bancos centrales?” en *La política monetaria y la inflación en España*. Servicio de Estudios del Banco de España; pp. 578-581.

desviarse respecto a lo anunciado, a pesar de la pérdida de credibilidad, debe llevar a cabo una explicación pública sobre las causas de la desviación, asumiendo la responsabilidad y publicando los posibles errores cometidos.

Como ha quedado expuesto, y en resumen, la actividad del banco central tiene como fundamento el diseño de la estrategia de su política monetaria, desde la fijación de sus objetivos hasta su consecución, así como la necesidad de explicación en caso de incumplimiento. El banco central debe actuar en la dirección del objetivo último de la forma que considere más eficiente. Para ello, hemos señalado algunas de las características principales que debe tener un banco central: independencia, transparencia, credibilidad y rendición de cuentas; características en las que profundizaremos a continuación.

Sin embargo, antes de ello haremos una breve referencia a aquellos aspectos que consideramos no deben formar parte de la actuación del banco central.

2.3.2. ¿CÓMO NO DEBEN ACTUAR?

El banco central, al establecer los objetivos de la política monetaria, no debe elegir éstos de modo arbitrario, en cada momento, según considere oportuno. De los cuatro objetivos finales que forman el tradicional *cuadrado mágico* de la política económica, la convicción de que la estabilidad de precios es el objetivo primordial de la política monetaria rechaza cualquier actuación que tenga como único fin el crecimiento económico, el pleno empleo o el equilibrio de la balanza de pagos⁵⁷. La política monetaria no ha tenido éxito en la consecución de estos objetivos a lo largo del tiempo⁵⁸.

⁵⁷ Vid. FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY (1996): “*Achieving price stability ...*”; op. cit.; pp. 9-10.

⁵⁸ Existe un acuerdo unánime entre los especialistas en que la política monetaria puede conseguir resultados más positivos en la consecución del objetivo de la estabilidad de precios que en el resto de

Tampoco se ha de subordinar la consecución del objetivo último al logro del resto de objetivos de política económica, ya que la autoridad monetaria, sobre todo en los últimos años, tiene como prioridad el objetivo de estabilidad de precios, que no depende de ningún otro.

Respecto a otras variables que pueden actuar como objetivos intermedios, el banco central debe mantener una postura coherente de forma continuada. La elección entre la cantidad de dinero, el tipo de interés o el tipo de cambio como objetivos intermedios no debe responder a preferencias arbitrarias de la autoridad monetaria, sino formar parte de una estrategia continua y con la perspectiva del largo plazo⁵⁹.

Lo mismo ocurre con la utilización de los instrumentos de política monetaria. El uso de uno u otro instrumento no debe ser exclusivo ni privar del uso de los demás. La utilización de un único instrumento puede provocar costes, que serían evitables con la utilización conjunta de todos o algunos de los instrumentos.

A pesar de esto, la actividad del banco central no debe pretender que la política monetaria sea el eje y el fundamento del conjunto de la economía. La política monetaria no puede actuar de modo independiente, sin tener en cuenta el resto de políticas económicas. Si así lo hiciese aumentaría el coste de consecución del objetivo de estabilidad de precios, en términos de otros objetivos de la política económica, generalmente el empleo o el crecimiento económico.

La falta de consenso entre el banco central y el gobierno para poder coordinar sus políticas, así como la no existencia de comunicación permanente entre ambos pone en

objetivos, lo que no impide que al mismo tiempo y en la medida en que lo permita el objetivo último se apoye también la consecución de otros objetivos de política económica.

⁵⁹ Vid. FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GÁMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): “*Política Monetaria: su eficacia ...*”; op. cit.; pp. 34-40.

duda la eficacia de la política monetaria, que de este modo actuaría aisladamente. Por otro lado, no considerar el entorno económico, monetario y financiero, además de dificultar el ejercicio de la política monetaria, difícilmente permitiría la consecución de sus objetivos.

Por último, hay que tener en cuenta que el banco central no debe aceptar las limitaciones planteadas por la política monetaria, sino intentar evitarlas. De ellas, la inconsistencia temporal de la política monetaria es la que más controversia ha provocado en los últimos años, justificándose la independencia del banco central como una forma de solución de ésta⁶⁰. El banco central tiene incentivos para incumplir una política monetaria previamente anunciada, llevando a cabo otras medidas consideradas ahora óptimas por la autoridad monetaria.

Por ejemplo, el banco central puede tener un incentivo a aumentar la inflación por encima de la inflación esperada con el fin de obtener mejores resultados de crecimiento a corto plazo. El problema es que estos resultados son sólo a corto plazo; cuando los agentes descubran el engaño, revisarán sus expectativas desapareciendo las posibles ganancias obtenidas a corto plazo. El desconcierto provocado en los agentes económicos hace desconfiar del banco central.

Respecto a la incertidumbre, el banco central en ocasiones prefiere llevar a cabo una política de “sorpresa”, es decir, adoptar medidas no anunciadas previamente ni esperadas por los agentes privados, creando gran incertidumbre, que se traduce en la formación de unas expectativas negativas por el público. El banco central busca sorprender a los agentes económicos, ya que considera que los anuncios de las medidas,

⁶⁰ *Ibidem*, p. 133.

al ser perfectamente conocidos no tienen ningún efecto⁶¹. A largo plazo se crea una situación de incertidumbre que impide que realmente la política monetaria sea eficiente.

2.3.3. EXIGENCIAS A LOS BANCOS CENTRALES EN EL DESARROLLO DE SUS FUNCIONES

Analizado el comportamiento que debe y no debe tener el banco central en su diseño y aplicación de la política monetaria vamos a detenernos ahora en las características que consideramos fundamentales en la actividad del banco central. Éstas son, como ya se ha expuesto: credibilidad, independencia, rendición de cuentas y transparencia.

En cada una de ellas señalaremos no sólo sus aspectos fundamentales, justificación y formas en las que se puede reforzar dicha característica, sino también la posible medida de la misma a través de algún indicador, lo que permitirá evaluar su existencia o no en los bancos centrales más representativos del entorno de la UEM y en los casos en que sea posible en el BCE.

2.3.3.1. Credibilidad y reputación de los bancos centrales

Una de las características básicas en la actuación de un banco central para lograr los resultados deseados en la aplicación de la política monetaria es que tenga un grado suficiente de credibilidad ante el resto de los agentes económicos. La credibilidad de los responsables de la política monetaria es determinante en el ejercicio de la misma para

⁶¹ Aparece de esta forma una nueva limitación a la eficacia de la política monetaria, que es la existencia de incertidumbre, y precisamente la solución planteada en este caso es limitar dicha incertidumbre reforzando la comunicación, la información y la transparencia en la actuación de la autoridad monetaria. Véase. ALMEIDA A. y GOODHART, Ch. A. E. (1997): “¿Afecta la adopción de objetivos...”; op. cit.; pp. 578-581.

conseguir que el objetivo establecido efectivamente se alcance, como ya hemos apuntado.

2.3.3.1.1. La credibilidad del banco central: aspectos fundamentales

Se puede decir que un banco central es creíble si el resto de agentes económicos, empresas y consumidores, tienen la convicción de que el banco central actúa sistemáticamente para alcanzar de modo razonable los objetivos últimos fijados. Esta actuación sistemática puede hacer pensar que el banco central está siguiendo una “regla” monetaria concreta, lo que no es totalmente cierto si es capaz de transmitir a los agentes privados, que el manejo de los instrumentos persigue en todo momento los objetivos previamente fijados. La credibilidad nunca se produce de modo espontáneo⁶².

Para que un banco central goce de credibilidad ha de haber seguido un determinado comportamiento a lo largo de un período de tiempo suficiente. Este comportamiento es tomado como referencia por los agentes para poder tomar sus propias decisiones. Suponiendo que éstos toman todos los datos a su disposición, considerarán también el comportamiento previo de las autoridades al llevar a la práctica lo anunciado previamente. Si los bancos centrales han sido honestos, hay posibilidades de que lo sigan siendo, pero si no, los agentes privados no creerán sus anuncios actuando en base a lo que realmente esperan que van a hacer. Un banco central consigue pues credibilidad a través de sus acciones, no de sus palabras⁶³.

⁶² Vid. ROLL COMMITTEE (1993): “*Independent and Accountable: A New Mandate for the Bank of England*”. CEPR. London.

⁶³ Vid. FUHRER, J. (1997): “Central bank independence and inflation targeting: monetary policy paradigms for the next millennium”, *New England Economic Review*. Federal Reserve Bank of Boston. January-February; pp. 19-36.

Para algunos autores⁶⁴ la credibilidad es fundamental porque permite reducir los costes de la consecución del objetivo último de la política monetaria. Parece que en el caso de un objetivo de estabilidad de precios, los costes de la desinflación son menores cuando la autoridad monetaria es creíble ante los demás⁶⁵. Este hecho, sin embargo, no se ha constatado en algunos países como Canadá, Australia o Nueva Zelanda, lo que muestra que la evidencia empírica en esta cuestión es todavía insuficiente. Por el contrario, la experiencia del Bundesbank alemán sí confirma el menor coste de la desinflación. El Bundesbank es el banco central que, como es sabido, ha disfrutado de un mayor grado de reputación y credibilidad desde que tras la II Guerra Mundial inició una política monetaria fuertemente antiinflacionista.

Por otro lado, la credibilidad del banco central puede ayudar a reducir los sesgos inflacionistas que surgen como consecuencia de los problemas de inconsistencia temporal de la política monetaria⁶⁶. La inconsistencia temporal surge porque los responsables de la política monetaria anuncian los objetivos de su política y la forma de conseguirlos, buscando una determinada reacción en los agentes privados a través de las expectativas futuras de éstos. Posteriormente, y una vez formadas las expectativas, las autoridades podrían modificar los objetivos o las medidas para conseguir éstos, en busca de un resultado considerado ahora más óptimo.

La actuación de los gestores en este último caso no se corresponde con lo que previamente habían anunciado, por lo que la credibilidad de los mismos queda seriamente dañada y en el futuro la actuación del banco central será anticipada, considerando que el banco central no es creíble, lo que encarecerá la consecución de sus

⁶⁴ *Ibidem*.

⁶⁵ La credibilidad de la política monetaria ayuda a reducir la distancia existente entre las expectativas de inflación del público y la inflación realmente existente, y por tanto, los costes asumidos en un proceso de desinflación serán menores.

⁶⁶ Vid. ERIAS, A. y SÁNCHEZ, J.M. (1995): "Independencia de los bancos ..."; *op. cit.*; pp. 63-77.

objetivos. Así, un compromiso estricto y creíble de lucha contra la inflación, permite reducir los sesgos inflacionistas derivados de la inconsistencia temporal y al mismo tiempo reducir los costes de consecución del objetivo de estabilidad de precios.

Las expectativas son la forma en que el público manifiesta la credibilidad que concede al banco central. Si no se cumple lo anunciado previamente por el mismo, actuarán de modo penalizador formando, para períodos posteriores, unas expectativas de tasa de crecimiento de los precios mayor a la anunciada por las autoridades. Hay por tanto una pérdida de reputación para éstas⁶⁷.

A la vista de lo expuesto hasta ahora, podemos decir que la credibilidad debe conseguirse y reforzarse tanto a través de un diseño de la política monetaria coherente como a través de la reputación; dedicaremos un apartado posterior a este último aspecto.

Respecto al diseño de la política monetaria, la existencia de múltiples objetivos, en ocasiones incompatibles, es el fundamento de la aparición de sesgos inflacionarios. Definir un objetivo primordial para la política monetaria, claro y preciso, como puede ser la estabilidad de precios, permite reducir el riesgo que supone la existencia de múltiples objetivos y la vulnerabilidad de la autoridad monetaria, que de otro modo podría estar presionada para alcanzar distintos objetivos.

Sin embargo, el establecimiento de objetivos últimos claramente definidos y cuantificados y su anuncio público, así como ciertas reformas de carácter institucional, como puede ser el aumento en el grado de independencia del banco central, no son suficientes para reforzar la credibilidad del mismo. Por ello, en la aplicación de la política monetaria, la adopción de una estrategia directa hacia la consecución del

⁶⁷ Vid. CUKIERMAN, A. (1992): “*Central Bank strategy, credibility and independence*”, Cambridge MIT Press.

objetivo último no es suficiente para dotar a un banco central de la credibilidad que no ha tenido hasta ahora⁶⁸.

En el caso del BCE, del que todavía no se puede extraer una experiencia clara sobre su comportamiento, a priori, es el diseño de la política monetaria que se haya adoptado el que determine si la actuación puede ser o no creíble. A lo largo del tiempo, con su actuación irá adquiriendo cierta reputación en su comportamiento que posteriormente reforzará esa credibilidad. Cuanto más tiempo tarde el BCE en construir su reputación, mayor será el coste de consecución del objetivo de estabilidad de precios, y más rechazo habrá por parte del público a la credibilidad en la política monetaria del BCE⁶⁹.

El Consejo de Gobierno del BCE deberá convencer a los mercados financieros de que éste es una institución seria y creíble⁷⁰, adquiriendo poco a poco un alto nivel de reputación. Tendrá que establecer su legitimidad política y convencer a los agentes privados y públicos de los Estados Miembros de que su actuación tiene como fin el beneficio del conjunto de la UEM y no el de los Estados considerados individualmente. Deberá considerar la UEM como una economía nueva, que no ha existido previamente, con una moneda única, el euro y una política monetaria común.

Por otro lado, es posible que al menos inicialmente el BCE haya heredado parte de la credibilidad de los bancos centrales de los países miembros de la UEM. Estos países han debido realizar un esfuerzo importante para alcanzar la credibilidad a nivel individual y ésta ha podido ser la base para la credibilidad del BCE. Entre estos bancos

⁶⁸ Este argumento es utilizado por los partidarios de la estrategia directa frente a la estrategia tradicional en la aplicación de la política monetaria única.

⁶⁹ Vid. MONTICELLI, C. y VIÑALS, J. (1993): “*European Monetary Policy in Stage Three: What are the issues?*”, CEPR, Ocasional Paper nº 12, marzo; pp.4-5.

⁷⁰ Vid. DORNBUSCH, R.; FAVERO, C. y GIAVAZZI, F. (1998): “Immediate challenges for the European Central Bank”, *Economic Policy*, abril; pp. 17-52.

centrales el Bundesbank ha tenido una influencia adicional, ya que el BCE se puede decir que ha sido diseñado a semejanza suya. La influencia del Bundesbank en la creación del BCE, le ha permitido heredar, sobre todo en los primeros meses de su funcionamiento, parte de la credibilidad del mismo⁷¹.

También, el BCE puede alcanzar un nivel importante de reputación si sigue las estrategias de política monetaria de los bancos centrales que se considera gozan de mayor credibilidad. Sería una forma de continuar la política monetaria de los países miembros de forma conjunta. Sin embargo, el problema que se plantea es la diversidad de diseños de política monetaria existentes; en concreto, la aplicación de distintas estrategias de política monetaria, cuestiones en las que profundizaremos al tratar del diseño de la política monetaria única.

2.3.3.1.2. Medidas de la credibilidad del banco central

La credibilidad del banco central es difícil de medir, ya que, en principio, depende de modo importante de la información privada que exista. Por ello, al analizar la credibilidad es necesario tener en cuenta la existencia o no de información perfecta⁷². En caso de que la información sea imperfecta algún agente puede tener una ventaja de información frente al resto.

Si se considera la existencia de información completa el factor credibilidad depende únicamente de los propios responsables de la política monetaria, y por tanto, de su comportamiento previo. Por el contrario, si no existe información completa, pueden

⁷¹ Sin embargo, para algunos autores el BCE es un pobre sustituto del Bundesbank, porque a pesar de la exigencia de independencia del BCE los responsables del mismo pueden estar condicionados por intereses de su propio país. Véase URRUTIA, J. (1997): “Una sugerencia para el problema de reputación del BCE”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 58; pp. 45-50.

⁷² Vid. CUKIERMAN, A. (1992): “*Central Bank ...*”; op. cit.; pp. 349-364.

existir diferencias entre lo anunciado por el banco central y lo que los agentes creen que va a hacer, y esto lo determinará de modo importante la reputación de que gocen los gestores, que lleva a los agentes a creer en los anuncios hechos en función de un comportamiento pasado honesto. El concepto de reputación está estrechamente unido pues al de información asimétrica.

Una forma de medir la credibilidad del objetivo monetario es analizar la diferencia entre los objetivos anunciados y las expectativas que posteriormente forme el público⁷³. En el caso del objetivo de estabilidad de precios la credibilidad se puede medir como el valor absoluto de la diferencia entre la tasa de inflación planeada por el banco central y la tasa de inflación esperada por los individuos en un período de tiempo determinado. Desde el momento en que el banco central no conoce el efecto de su política sobre la inflación con total certidumbre, la tasa de inflación planeada se corresponde al valor esperado de ésta, pero condicionado por la información disponible.

La principal diferencia entre las medidas de credibilidad en presencia y ausencia de información asimétrica es que, mientras que en el primer caso el público está sujeto a fuerte incertidumbre respecto al comportamiento del banco central, y por tanto la actuación del mismo no resulta creíble, esto no ocurre en el caso de información completa.

⁷³ *Ibíd.*

2.3.3.1.3. La reputación como factor determinante de la credibilidad

Se puede definir la reputación como la probabilidad mantenida por el público de que los gestores de la política económica en general y monetaria en particular, son rigurosos en su comportamiento, es decir, mantienen su postura⁷⁴.

Hoy día, debido a la primacía del objetivo de estabilidad de precios frente a otros objetivos en la política monetaria, se puede decir que la reputación de la autoridad responsable de la misma se evalúa en función de su mayor o menor énfasis en la lucha contra la inflación.

Para que un banco central pueda disponer de una buena reputación son necesarias dos condiciones⁷⁵:

1. Posibilidad de comprobar si el banco central hace lo que ha fijado previamente como base de su comportamiento. Esto requiere que los objetivos del banco central sean transparentes y estén jerarquizados de modo que la actuación del banco central sea clara.
2. Posibilidad de evaluar el compromiso del banco central con los objetivos prefijados, en el caso de recibir presiones para alterarlos.

Establecidas las condiciones necesarias para que exista reputación se pueden señalar dos formas posibles de aparición de la misma. Por un lado, la reputación se puede considerar como un acto de aprendizaje, es decir, los individuos atribuyen

⁷⁴ Vid. DEMERTZIS, M., HUGHES, A. y VIEGI, N. (1998): "Independent blue?. Accountability and independence in the new ECB", CEPR, Discussion Paper nº 1842, marzo; pp.1-6; y BRIAULT, C., HALDANE, A. y KING, M. (1996): "*Independence and accountability*". London. Bank of England; pp. 7-12.

⁷⁵ Vid. ROLL COMMITTEE (1993): "*Independent and ...*"; op. cit.; p. 9.

una reputación concreta al banco central, en función de la experiencia previa. Se pretende predecir la inflación futura de la forma más precisa posible, en base a la experiencia.

Por otro lado, la reputación del banco central puede ser consecuencia de la penalización que sufre éste ante un comportamiento no consecuente con el objetivo último; los individuos forman una expectativas negativas, distintas a las deseadas por el banco central⁷⁶. Por ejemplo, para el objetivo de estabilidad de precios, si la inflación actual es alta y el banco central no es más exigente en la consecución del objetivo, los agentes privados tendrán expectativas de aumento de inflación futura, o por lo menos de mantenimiento de ésta, pero no de reducción.

Desde el momento en que el banco central goza de reputación puede actuar de modo discrecional sin someterse a ningún tipo de reglas, pero, a su vez, para que la política monetaria sea efectiva la actividad del banco central debe estar sometida a cierto grado de responsabilidad y control. Enlazamos aquí pues con el concepto de *accountability*, o dación de cuentas en el que nos detendremos posteriormente.

2.3.3.2. Independencia de los bancos centrales

El Tratado de la Unión Europea (Tratado de Maastricht) establecía la necesidad de independencia en los bancos centrales de los países de la Unión Europea aspirantes a formar parte de la UEM y en el propio BCE. Esta independencia está recogida de forma expresa en el artículo 107 del Tratado al señalar que:

⁷⁶ Vid. POSEN, A. S. (1995): “*Central bank independence and disinflationary credibility: a missing link?*”, Federal Reserve Bank of New York; pp. 26-29.

“en el ejercicio de las facultades y en el desempeño de las funciones y obligaciones que les asignan el Tratado de la UE 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 u organismos comunitarios, ni de los Gobiernos de los Estados miembros, ni de ningún otro órgano”.

La independencia del banco central se convierte, de este modo, en un requisito a cumplir por el BCE y los BCNs. No obstante, la exigencia en la práctica no es tan fuerte ya que hoy día la mayoría de los bancos centrales gozan de cierto grado de independencia. Se ha reavivado el debate sobre la opinión de que los bancos centrales deberían ser independientes de la influencia del poder político en el diseño y aplicación de la política monetaria. La justificación de esta independencia se apoya en la creencia de que un banco central independiente puede conseguir mejor sus objetivos últimos al no verse influido por las decisiones políticas, que se toman día a día, y con la perspectiva del corto plazo⁷⁷. También, la independencia del banco central puede ser la solución más adecuada ante los problemas de inconsistencia temporal que se plantean entre el diseño y definición de una política monetaria concreta y su aplicación posterior.

Una vez justificada brevemente esta independencia, analizaremos los distintos tipos de la misma y la diversidad de modelos a través de los cuales se manifiesta, así como las posibles medidas del grado de independencia que tiene una banco central. Su estudio con referencia al caso del BCE confirmará o no el cumplimiento de este requisito.

⁷⁷ Vid. GUITIÁN, M. (1995): “La independencia de ...”; op. cit.; pp. 158-169.

2.3.3.2.1. Justificación de la independencia de un banco central

En principio, la necesidad de independencia de la política monetaria respecto de las decisiones de las autoridades políticas está fuertemente relacionada con el debate tradicionalmente existente sobre la utilización de reglas *versus* discrecionalidad⁷⁸. Debido a que el conocimiento de las relaciones de comportamiento relevantes en la política monetaria es imperfecto e incierto, habría que compensar la predictibilidad de las decisiones adoptadas con reglas de política monetaria claras y bien definidas⁷⁹.

Una nueva visión sobre este debate ha sido proporcionada por la literatura sobre la inconsistencia temporal, y los incentivos de las autoridades monetarias a utilizar objetivos de política cambiantes y al menos parcialmente contradictorios, dentro del conjunto de objetivos existentes. La inconsistencia temporal se puede decir que surge debido a las expectativas que forman los agentes, en base a la experiencia sobre el comportamiento de las autoridades monetarias; es a través de esta experiencia como detectan la tendencia a cambiar rápidamente de objetivo respecto al objetivo inicialmente perseguido. Un *policy-maker* que asuma todas las responsabilidades de política económica, incluida la monetaria, actuará en función de sus intereses en cada momento del tiempo lo que le permitirá, si lo desea, desviar sus intenciones originales.

Una política elegida por las autoridades puede dejar de ser óptima al pasar el tiempo y actuar sobre ella. Si no existe un compromiso que obligue a las autoridades a su cumplimiento en el momento de aplicarla, las autoridades pueden renunciar a ella porque ahora ya no la consideran óptima, aplicando una alternativa que consideran alcanzará más fácilmente sus objetivos⁸⁰. Se crea así una situación de incertidumbre y

⁷⁸ Un análisis exhaustivo y actual de este debate se puede encontrar en SIBJEN, J. (1996): "Rules versus discretion in monetary policy: revisited", *Australian Economic Papers*, vol. 35, nº 66; pp. 156-182.

⁷⁹ Vid. GUTIÁN, M. (1995): "La independencia de los ..."; op. cit.; pp. 158-169.

⁸⁰ Vid. ERIAS, A. y SÁNCHEZ, J.M. (1995): "Independencia de los bancos ..."; op. cit.; pp. 63-77.

falta de confianza hacia la política monetaria en general, y hacia sus gestores en particular. La política económica es inconsistente desde el punto de vista temporal.

La solución parte de buscar algún tipo de compromiso por parte de las autoridades, vinculante al ejercicio de la política monetaria y dirigido a la consecución de un objetivo concreto, como puede ser garantizar la estabilidad de los precios. La fijación de un objetivo específico para la política monetaria, la estabilidad de precios, contribuye también a solucionar un problema adicional en la aplicación de la misma: la aparición de sesgos inflacionistas generados de modo inesperado por el comportamiento de las autoridades monetarias. Existe el temor a que una actuación “incorrecta” de los bancos centrales puede dar lugar a una tendencia inflacionista difícil de corregir⁸¹. En parte, este comportamiento incorrecto se deriva de la pretensión de alcanzar los objetivos de la política monetaria, pero también los objetivos vinculados directamente al bienestar social e incluso de dar prioridad a éstos.

El ejemplo más claro es el conflicto entre fijar objetivos de alto nivel de empleo y estabilidad de los precios. El *policy-maker* prefiere respecto al nivel de empleo que éste sea alto, y al mismo tiempo persigue alcanzar a medio plazo un nivel de inflación compatible con el objetivo último previamente fijado, por lo que en principio no acepta desviaciones respecto de este objetivo. A su vez, puede actuar con discrecionalidad variando su política a lo largo del tiempo⁸². A largo plazo se desea mantener la inflación en un nivel bajo, pero también mantener el empleo en un nivel alto. La actuación

⁸¹ Actualmente no es frecuente la aparición de sendas inflacionarias, que sí fueron de especial importancia durante la década de los setenta. Se considera que fueron consecuencia de las crisis del petróleo que provocaron altas tasas de inflación, y la tendencia a que éstas fuesen permanentes. En respuesta a esta situación, las autoridades monetarias establecieron objetivos para la política monetaria que sirvieron al tiempo de incentivos a la aparición de sendas inflacionistas. La actuación discrecional de los bancos centrales no había sido la correcta. Véase FUHRER, J. (1997): “Central bank independence ...”; op. cit.; pp. 19-36.

⁸² Por otro lado, un banco central que actúe discrecionalmente no será creíble, ya que se conocen de antemano los incentivos que puede tener a modificar su política inicial, no cumpliendo los objetivos prefijados.

discrecional de las autoridades monetarias termina produciendo tensión entre los objetivos de empleo e inflación; como consecuencia de la posibilidad de llevar a cabo actuaciones discrecionales, la autoridad monetaria tiende a primar a más corto plazo el objetivo de empleo, renunciando al control de la inflación, con el resultado de que aumentos cada vez mayores en la tasa de empleo se consiguen a costa de aumentos cada vez mayores en la tasa de inflación.

A largo plazo, la actuación de la autoridad monetaria termina produciendo una senda inflacionista como consecuencia de la política monetaria incorrecta, que confía en que la consecución de un mayor empleo creará una situación favorable en la economía y una reacción positiva en la sociedad que favorecerá al poder político. El banco central está indebidamente influenciado pues por las presiones políticas, no pudiendo alcanzar sus objetivos individuales.

Sin embargo, también es cierto que el banco central debe tener en cuenta los deseos de la sociedad en su aplicación de la política monetaria, aunque sea un banco central independiente; sólo esta independencia le permitirá diseñar y aplicar una política monetaria coherente y efectiva para la estabilidad de la economía, en coordinación con el resto de políticas.

Entre las soluciones planteadas para enfrentarnos a la inconsistencia temporal y a la aparición de sesgos inflacionistas, la que encuentra mayor aceptación es la dotación de mayor independencia a la autoridad monetaria, generalmente el banco central.

Respecto al problema de la inconsistencia temporal, las soluciones van dirigidas a intentar mejorar la predictibilidad de la política y eliminar o reducir la influencia directa en su aplicación⁸³. Entre estas soluciones destaca el establecimiento de una regla

⁸³ Vid. GUITIÁN, M. (1995): “La independencia de los ...”; op. cit.; pp. 158-169.

monetaria clara, la cual intentaría regular el crecimiento de algún agregado monetario, el crecimiento del nivel de precios⁸⁴, o la fijación del tipo de cambio respecto a una moneda más estable⁸⁵. Del mismo modo, la fijación de una regla monetaria evitaría la aparición de una senda inflacionaria, ya que el *policy-maker* estaría obligado al seguimiento de una regla monetaria que estableciese el tipo de respuesta antiinflacionista ante cada *shock* generador de inflación, eliminando la posible discrecionalidad existente. Al tiempo, la fijación de una regla monetaria concreta y su seguimiento por el banco central genera en los agentes privados la credibilidad necesaria en la actuación del mismo.

Sin embargo, puede no ser muy factible la fijación de una regla monetaria concreta, en cuyo caso, la solución debe basarse en introducir algún grado de discrecionalidad y de subjetividad en la misma. Así, se puede defender que un banco central independiente es la solución de carácter institucional más adecuada, al delegar el ejercicio de la política monetaria en una autoridad totalmente independiente del gobierno y cuyo objetivo último sea la estabilidad de precios.

Algunos autores precisan sobre esta delegación al banco central, en el sentido de que la elección del gobernador del banco central debe considerar las preferencias del mismo respecto a las de la sociedad, debiendo ser más “conservador” o estricto que ésta en el objetivo de inflación, y respondiendo de modo más vigoroso ante *shocks* inflacionistas, respecto al modo en que lo harían si compartiesen las preferencias sociales⁸⁶. E incluso, es posible llegar a algún tipo de acuerdos explícitos que incentiven

⁸⁴ Estas dos opciones constituyen las dos principales estrategias de política monetaria que tenía en principio a su disposición el BCE para elegir entre ellas la estrategia de la política monetaria única.

⁸⁵ Esta última opción exigiría la existencia de una fuerte relación entre ambas economías e incluso una cierta dependencia económica.

⁸⁶ Vid. ROGOFF, K. (1985): “The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 100; pp. 1169-1190.

un determinado comportamiento del banco central, con el objeto de evitar tensiones inflacionistas⁸⁷.

En definitiva, la independencia pretende otorgar un margen de autonomía suficiente a alguna autoridad que asuma la consecución de un objetivo concreto como la estabilidad de precios. No obstante, ningún banco central es nunca completamente independiente del poder político, como veremos al estudiar los modos en los que se presenta esa independencia.

Por último, la independencia del banco central ha de estar reconocida legalmente, lo que en los últimos años ha provocado cambios importantes en la legislación de la mayoría de los bancos centrales. La forma en que se ha atribuido dicha independencia es la que determina los grados y modos de independencia existentes.

2.3.3.2.2. Tipos de independencia y diversidad de modelos existentes

Hoy día existe la opinión generalizada de que un banco central independiente puede conseguir el objetivo de estabilidad de precios de forma más eficaz y con menor coste que un banco central que no lo sea.

Un banco central independiente puede dar mayor prioridad a la reducción de la tasa de inflación, mientras que la autoridad monetaria en países con un banco central con menor grado de independencia puede verse influida por otras consideraciones que pueden afectar a la consecución del objetivo de estabilidad de precios (elecciones políticas, objetivos de empleo, etc...). Los bancos centrales son más rigurosos y

⁸⁷ Vid. WALSH, C. (1995): "Optimal contracts for central bankers", *American Economic Review*, vol. 85, nº 1; pp. 150-167.

conservadores en el cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios; consideran los objetivos de la política a más largo plazo.

La evidencia empírica⁸⁸ parece que confirma la idea de que la independencia del banco central puede ser de gran ayuda en la reducción de la inflación, sin tener efectos significativos en el comportamiento de las variables económicas reales⁸⁹. En general, bajos niveles de independencia de los bancos centrales están asociados a una variabilidad mayor en la inflación y también, bajo algunas restricciones, a mayores niveles de inflación⁹⁰. Esta relación se basa en última instancia en la siguiente secuencia: la independencia del Banco Central aumenta la credibilidad, reduciéndose las expectativas inflacionistas y consiguiendo menores tasas reales de inflación.

2.3.3.2.2.1. Tipos de independencia

Una vez justificado el requisito de independencia en un banco central nos planteamos los diferentes conceptos de la misma que podemos analizar. La independencia puede tener distintos grados y no tener porqué alcanzar los extremos de

⁸⁸ Vid. entre otros:

- ROLL COMMITTEE (1993): “*Independent and ...*”; op. cit.; pp. 21-31.
- HANN, J. de (1997): “The European Central Bank: independence, accountability and strategy: a review”, *Public Choice*, vol. 93, nº 3-4, diciembre; pp. 395-425.
- DEBELLE, G. y FISHER, I. (1994): “How independent should a central bank be?” en *Goals, guidelines and constraints facing monetary policymakers*. Conference Series nº 38. Federal Reserve Bank of Boston.
- ALESINA, A y GATTI, R. (1995): “Independent central banks: low inflation at no cost?”, *American Economic Review*, vol. 85, nº 2. Papers and Proceedings, mayo; pp. 196-200.
- CUKIERMAN, A. (1992): “*Central Bank ...*”; op. cit.; pp. 349-364.
- EIJJFINGER, S. y SCHALING, E. (1993): “Central bank independence in twelve industrial countries”, *Quarterly Review*, nº 184. Banca Nazionale del Lavoro; pp. 49-89.

⁸⁹ No obstante, existen argumentos críticos en contra de esta relación, entre los que destaca, que a pesar de reducirse la inflación, los costes de la desinflación son mayores que en el caso de que el banco central sea dependiente. Véase HANN, J. de (1997): “The European Central ...”; op. cit.; pp. 395-425.

⁹⁰ Vid. CUKIERMAN, A. (1992): “*Central Bank ...*”; op. cit.; pp. 349-364.

independencia total o dependencia, siendo la situación más frecuente de independencia parcial.

Existe una primera distinción entre independencia formal o *de iure* e independencia efectiva o *de facto*⁹¹. La independencia formal se comprueba en el contenido legislativo sobre la actuación del banco central y sus relaciones con el gobierno. La independencia efectiva es la independencia observada en el comportamiento del banco central en la práctica. Se obtiene *ex-post*, mientras que la independencia formal se puede comprobar *ex-ante*.

A su vez, se pueden distinguir dos tipos de independencia *de iure*⁹², la que no permite ninguna dirección gubernamental sobre la política monetaria y la que admite directivas o instrucciones, pero sujeta a condiciones explícitas, lo que en realidad es un límite a la capacidad del gobierno para utilizar dicho poder. Un banco central cuya independencia fuese del primer tipo gozaría de la capacidad de elección sobre la política monetaria, mientras que si la independencia es del segundo tipo la elección es asumida por el gobierno, estando el banco central sujeto a la responsabilidad de sus decisiones, que han de ser transparentes y públicas.

Sin embargo, la distinción más generalizada es la que señala tres tipos de independencia: independencia personal, independencia financiera e independencia política⁹³.

La independencia personal se refiere a la influencia que tiene el poder político en el procedimiento de elección y nombramiento de los miembros del banco central. Los factores que determinan esta independencia son, entre otros, la representación política

⁹¹ Vid. ERIAS, A. y SÁNCHEZ, J.M. (1995): "Independencia de los bancos ..."; op. cit.; pp. 63-77.

⁹² Vid. GUTIÁN, M. (1995): "La independencia de los ..."; op. cit.; pp. 158-169.

⁹³ Vid. HAAN, J. de (1997): "The European Central Bank: independence, ..."; op. cit.; pp. 395-425.

del gobierno que existe en los órganos de gobierno del banco central, los procedimientos de investidura o destitución y la duración del mandato del gobernador central.

La independencia financiera es función de la capacidad que tiene el gobierno de financiar su déficit vía recurso al banco central. A su vez, la no existencia de independencia financiera provoca la subordinación de la política monetaria a la política fiscal y ante serios problemas fiscales que requieran el apoyo de la política monetaria en forma de monetización de la deuda, se puede perder de vista el objetivo de estabilidad de precios, con la consiguiente pérdida de credibilidad en la actuación del banco central⁹⁴.

La independencia política se refiere al grado de autonomía otorgado al banco central en la formulación y ejecución de la política monetaria. Dentro de la definición de independencia política se puede distinguir a su vez entre independencia en la definición del objetivo e independencia instrumental⁹⁵.

La primera se refiere, por un lado a la facultad que tiene el banco central de actuar a su discreción en la definición de la política monetaria, y por otro a la posibilidad concreta que tiene de fijar el objetivo de política monetaria. Sin embargo, en la fijación del objetivo hay que tener en cuenta que para algunos autores⁹⁶ la independencia se consigue cuando el banco central puede establecer el objetivo último de la política monetaria (estabilidad de precios, empleo estable, etc.); mientras que para otros⁹⁷ la fijación del objetivo intermedio (bien índices de precios, tasas de crecimiento de agregados monetarios, o tasas de crecimiento del PIB nominal) permite la consecución del objetivo último, y esto es ya una muestra de independencia. En este caso, el objetivo

⁹⁴ Vid. FREEDMAN, Ch. (1996): "What operating procedures ..."; op. cit.; pp. 241-285.

⁹⁵ Vid. FISHER, S. (1995): "Central bank independence. Revisited", *American Economic Review*, nº 85; pp. 201-206.

⁹⁶ Vid. FUHRER, J. (1997): "Central bank independence ..."; op. cit.; pp. 19-36.

⁹⁷ Vid. CASTREN, O. (1998): "Central bank independence and accountability –how does the European Central Bank fit into the picture?", *Bulletin*, Bank of Finland, vol. 72, nº 8; pp. 12-15.

último está determinado por una institución democrática como puede ser el Parlamento Nacional. Este es el caso del BCE, cuyo objetivo último de política monetaria, la estabilidad de precios, está fijado de forma explícita y recogido en el Tratado de la UE.

La independencia instrumental se refiere a la libertad del banco central para elegir los medios a través de los cuales conseguirá el objetivo de la política monetaria, es decir, libertad para determinar y utilizar los instrumentos de política monetaria que mejor consiguen el objetivo último. Si se requiere la aprobación del gobierno para la determinación de los instrumentos no existe independencia instrumental.

De todas formas, en mi opinión, es difícil delimitar entre ambos tipos de independencia, ya que en el caso de que se fije el objetivo intermedio y esto se considere independencia en la definición del objetivo, este objetivo a su vez se convierte en instrumento para la consecución del objetivo último, con lo cual también otorgaría cierto grado de independencia instrumental.

Algunos gobiernos consideran que es suficiente el grado de independencia otorgado a través de la independencia instrumental, al permitir la conducción diaria de la política monetaria al banco central, reservándose para sí la definición del objetivo último. Esta postura es muy frecuente en la actualidad, ya que gran parte de los bancos centrales de los países desarrollados, entre los que se pueden citar el Banco de Inglaterra y el Banco de Nueva Zelanda, tienen establecida la definición del objetivo último de política monetaria legalmente, disfrutando por el contrario de gran independencia instrumental.

Por otra parte, la existencia de independencia se encuentra con una contradicción importante, en el sentido de que a pesar de que se defienda la independencia del banco central, existen dudas sobre si ésta debería a la vez estar sujeta a algún tipo de control por parte de algún órgano externo. La actividad del banco central no sólo se ha de caracterizar por un comportamiento independiente, ya que existen otras características

aplicables a los bancos centrales, que estudiaremos en próximos apartados y que guardan relación con esta cuestión.

Simplemente decir de momento al respecto, que la actividad del banco central debe estar sometida a algún tipo de disciplina principalmente frente a los agentes privados. Debe transmitir su voluntad de aplicar la política monetaria y obtener unos resultados y que éstos sean observables y comprobables. Esto implica también que exista transparencia en la actuación del banco central, es decir, que existe un fácil acceso a la información sobre la actividad del banco central y la comprobación y evaluación de los objetivos perseguidos. Profundizaremos en estos factores a lo largo del desarrollo de este trabajo.

2.3.3.2.3. Medidas de independencia y aplicación al BCE

La determinación del grado de independencia que tiene un banco central no es fácil, aunque se tenga como referencia para ello el contenido de la legislación aplicable al mismo, su propio comportamiento y los resultados obtenidos en la aplicación de la política monetaria. Esta dificultad surge por causas legales, institucionales, culturales e incluso personales⁹⁸.

Por eso, algunos autores, basándose en los tipos de independencia analizados anteriormente, han establecido una serie de comportamientos concretos asociados a cada uno de ellos, a los que han asignado una ponderación, obteniendo de modo agregado un índice valorativo de la independencia del banco central. En este sentido, señalaremos los índices de independencia más destacados y los aplicaremos a algunos de los bancos centrales más importantes y al BCE⁹⁹.

⁹⁸ Vid. CUKIERMAN, A. (1992): “*Central Bank strategy, ...*”; p. 349.

⁹⁹ Vid. HAAN, J. de (1997): “*The European Central Bank: independence, ...*”; op. cit.; pp. 395-425.

Los primeros intentos de elaborar un índice significativo de la independencia del banco central se basaban en considerar el papel del banco central como autoridad totalmente responsable de la política monetaria y la participación de miembros del gobierno en los órganos del banco central. Posteriormente, se puso énfasis no sólo en el grado de independencia legal sino también en el económico, basado en cuestiones como la determinación del objetivo último y la libertad otorgada al banco central para su consecución.

Nos centraremos en tres intentos concretos. El primero de ellos, es el proporcionado por Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991)¹⁰⁰, que presenta un índice representativo de la independencia política y económica. La primera se observa en los procedimientos para el nombramiento de los órganos de gobierno del banco central, la duración del mandato, y la existencia o no de requerimientos legales para la definición del objetivo de estabilidad de precios. La independencia económica se centra en la influencia del gobierno sobre la aplicación de la política monetaria por parte del banco central. Se distingue por tanto entre independencia en la definición del objetivo e independencia instrumental.

El segundo es el establecido por Eijffinger y Schaling (1993)¹⁰¹, que centra el grado de independencia en la atribución de la responsabilidad última de la política monetaria, en la ausencia o presencia de miembros del gobierno en los órganos de gobierno del banco central y en el nombramiento de algunos o todos los miembros que componen estos órganos. De modo más preciso, se pregunta sobre si:

1. ¿Es el banco la única posible autoridad responsable de la política monetaria?.

¹⁰⁰ Vid. GRILLI, V., MASCIANDARO, D. y TABELLINI, G. (1991): “Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries”, *Economic Policy*, nº 13; pp. 341-392.

¹⁰¹ Vid. EIJJFINGER, S. y SCHALING, E. (1993): “Central bank independence ...”; op. cit.; pp. 49-89.

2. ¿Está esta autoridad confiada al banco central solamente o totalmente confiada al gobierno?.
3. ¿Hay miembros del gobierno con o sin voto en los órganos del banco central?.
4. ¿Más de la mitad de las decisiones de los órganos del banco central son hechas sin influencias del gobierno?.

Es un índice significativo de la independencia personal y política, sin distinguir entre independencia en la definición del objetivo e independencia instrumental, y según este índice la mayoría de los bancos centrales hoy día gozan de un alto grado de independencia.

El tercer índice es el proporcionado por Cukierman (1992)¹⁰². Es un índice agregado de dieciséis características básicas del banco central. Estas características se agrupan en cuatro aspectos:

1. Nombramientos, destitución y duración del mandato del gobernador del banco central.
2. Atribución institucional de la autoridad última de la política monetaria y procedimientos para solucionar posibles conflictos entre el gobierno y el banco central.
3. Importancia del objetivo de estabilidad de precios en comparación a otros objetivos.
4. Compromiso estricto y riguroso del banco central de no atender a la solicitud de financiación del gobierno.

¹⁰² Vid. CUKIERMAN, A. (1992): “*Central Bank strategy, ...*”; op. cit.; pp. 349-364.

Los dos primeros aspectos se enmarcan en lo que sería independencia legal y personal, el tercero en la independencia política y el cuarto en la independencia financiera, ámbito sobre el que Cukierman pone especial énfasis.

Podemos expresar los aspectos que recoge el índice de independencia de Cukierman en el Cuadro 2.1.

Cuadro 2.1. Aspectos del índice de independencia (Cukierman)

	IMPLICA MAYOR INDEPENDENCIA	IMPLICA MENOR INDEPENDENCIA
1. Órganos de gobierno de los bancos centrales		
Elección de los miembros	Nombramiento interno	Gobierno
Mandato	Período largo	Período corto
Causas del cese del gobernador y otros miembros del Consejo	Incompatibilidad legal o conducta delictiva	Por deseo del gobierno
2. Diseño y ejecución de políticas		
Definición de objetivos	Banco Central	Gobierno
Ejecución de la política	Libertad de elección de instrumentos	Limitación en la elección de los instrumentos
Resolución de conflictos en el diseño y ejecución de políticas	A favor del Banco Central	A favor del Gobierno
Existencia de objetivos incompatibles con la estabilidad	Inflación es el único objetivo	Hay objetivos incompatibles
Suspensión del Banco Central	No hay	Gobierno
3. Objetivos finales de política monetaria	Inflación	Hay objetivos incompatibles
4. Limitación a la financiación a:		
Sector público a través de créditos directos	Existe	No existe
Sector público a través de adquisiciones de deuda	Existe	No existe
Decisión sobre los límites a la financiación	Banco Central	Gobierno
Rango de prestatarios posibles	Sólo el Estado	Empresas no financieras privadas
Límite al préstamo a otros sectores	Cantidad fijada	Proporción del PIB
Vencimiento máximo de deuda	Corto	Largo
Restricciones sobre tipos aplicables.	Tipos de mercado	Fijados de forma externa

Fuente: GONZALO, V. (1997): "El grado de independencia del BCE", *Punto de mira*, nº 9, julio; pp. 87-92.

Un análisis comparativo de los tres índices estudiados se puede observar en el Cuadro 2.2., donde cada factor determinante del grado de independencia del banco central tiene una ponderación según la importancia que le otorga el autor respecto al resto y por tanto respecto al total.

Cuadro 2.2. Valor de la independencia según distintos índices

	GRILLI / MASCIANDARO / TABELLINI		ELJFFINGER / SCHALING		CUKIERMAN	
	Asignado	%	Asignado	%	Asignado	%
Independencia personal	6,0	38%	2,5	50%	2,0	20%
Independencia financiera	5,0	31%	-	-	5,0	50%
Independencia política	5,0	31%	2,5	50%	3,0	30%
Independencia en la definición del objetivo	3,0	19%	-	-	1,5	15%
Independencia instrumental	2,0	13%	-	-	1,5	15%
Total*	16	100%	5	100%	10	100%

*Recoge la puntuación máxima otorgada por cada autor al grado de independencia (personal, financiera y política) que puede tener un banco central.

Fuente: HAAN, J. DE (1997): "The European Central Bank: independence, accountability and strategy: a review", *Public Choice*, vol. 93, nº 3-4, diciembre.

Si se analiza respecto al cuadro anterior la situación de algunos bancos centrales podemos decir que el Bundesbank alemán tiene un elevado grado de independencia, aunque mermada en parte porque la ley que regula su actividad puede ser derogada o modificada por simple mayoría parlamentaria.

Por el contrario, en principio parece que el BCE goza también de un grado elevado de independencia, e incluso en mayor grado que el Bundesbank. Modificaciones en la legislación referida al mismo exigen la unanimidad de todos los Estados miembros. Además, el BCE tiene responsabilidad plena sobre el objetivo de política monetaria y, como señalan el Tratado de la UE y los Estatutos del SEBC y del BCE, no podrá recibir

ningún tipo de influencia por parte del poder político. Posee independencia instrumental total, aunque la independencia en la definición del objetivo está limitada ya que el objetivo último está definido en el TUE.

Actualmente¹⁰³, y en base al conjunto de índices de independencia existentes, se podría decir que el Bundesbank alemán, el Banco Nacional Suizo y el Banco de Francia son los bancos centrales más independientes, encontrándose cercanos pero con un menor nivel de independencia el Banco de España, el de Suecia y el de Finlandia, y situándose el Banco de Japón como el menos independiente; teóricamente el BCE desarrolla su actividad también en una situación de gran independencia.

2.3.3.3. Dación de cuentas. Accountability

Analizada la independencia como una de las características más relevantes de los bancos centrales en los últimos años, es importante destacar que ningún banco central alcanza plenamente la independencia del gobierno o de la política. Por ello, introducimos otra característica que en base a este hecho han de tener en cuenta los bancos centrales; es el concepto de dación o rendición de cuentas, o la expresión inglesa de *accountability*¹⁰⁴.

2.3.3.3.1. Concepto de Accountability

Se puede definir la rendición de cuentas como la obligación de dar explicaciones sobre la actuación del banco central, tener una actitud responsable respecto a los

¹⁰³ Esta conclusión se extrae en base a análisis hechos con datos de junio de 1998, observables en CASTREN, O. (1998): “Central bank independence ...”; op. cit.; pp. 12-15.

¹⁰⁴ En mi opinión, no existe una traducción clara del término “accountability”, y por ello me inclino más por considerar esta característica como la evaluación de la disciplina o compromiso que ha asumido el banco central en su actuación, aunque por evitar dar una imagen confusa utilizaré el término generalmente usado de rendición de cuentas.

compromisos previamente adquiridos, e incluso como la obligación legal o moral que existe de conseguir algo o llevar a cabo un deber, siendo responsable en caso de fracaso¹⁰⁵. Así, este concepto implica más que el simple hecho de tener que explicar o hacer visible las políticas del banco central al gobierno, al Parlamento o al resto de agentes económicos.

También se puede definir la rendición de cuentas como la influencia que tiene el comportamiento del banco central respecto al objetivo fijado y a cómo puede influir este comportamiento en la situación económica general¹⁰⁶. Esta influencia se manifiesta en que tanto las expectativas del gobierno como las del público esperan un valor determinado del objetivo que tendrá mayor o menor relación con el objetivo conseguido por el *policy-maker*. En este caso, la rendición de cuentas supone la realización de informes completos que incluyan el porqué de ciertas acciones del *policy-maker* y qué puede esperarse de ellas.

Por ello, podemos decir que la rendición de cuentas se justifica por dos hechos diferentes¹⁰⁷: por un lado, permite al poder político elegido democráticamente tener algún control sobre las acciones pasadas y futuras del banco central; y por otro lado, es importante cierto control como referencia para la política fiscal y el funcionamiento del mercado de trabajo, ya que se facilita la perspectiva que los agentes privados tienen sobre la evolución de la política monetaria, ayudando a estabilizar sus expectativas inflacionistas.

¹⁰⁵ Vid. HAAN, J. de, AMTENBRINK, F. y EIJJFINGER, S. (1998): “*Accountability of central banks: aspects and qualifications*”. Discussion Papers. Tilburg University Center for Economic Research, n° 9854. Tilburg. The Netherlands.

¹⁰⁶ Vid. DEMERTZIS, M. (1998): “*Independent blue?: accountability and independence in the new ESCB*”. CEPR, Discussion Paper n° 1842, marzo; pp. 1-4.

¹⁰⁷ Vid. CASTREN, O. (1998): “Central bank independence ...”; op. cit.; pp. 12-15.

Una vez visto el concepto de rendición de cuentas, podemos señalar las tres implicaciones básicas que supone esta definición sobre la actuación del banco central:

1. Toma de decisiones sobre los objetivos últimos de la política monetaria.
2. Transparencia en el desarrollo y aplicación de la política monetaria.
3. Responsabilidad última respecto a la política monetaria.

En primer lugar, respecto al proceso de toma de decisiones hemos de señalar que, en un sistema democrático, la definición del objetivo último de la política monetaria por parte de un órgano independiente, como puede ser el banco central no sujeto a responsabilidad política de ningún tipo, no garantiza que se alcance dicho objetivo. El banco central no es responsable ante nadie y por tanto no ha de rendir cuentas sobre la consecución o no de un objetivo que él mismo ha fijado¹⁰⁸.

Por otro lado, que el objetivo último de la política monetaria no esté definido por el banco central no quiere decir que éste pierda capacidad para precisar el mismo y actuar sobre él. El ejemplo más claro que se plantea es el del propio BCE, cuyo objetivo está definido de forma expresa legalmente en el TUE, al establecer que el objetivo principal del BCE es mantener la estabilidad de precios, y que sin perjuicio de este objetivo, también se deberá apoyar a las políticas económicas generales de la Comunidad. La definición del objetivo permite, sin embargo, diferentes interpretaciones, ya que en ningún momento se señala qué se entiende por estabilidad de precios. Son estas distintas interpretaciones del objetivo último¹⁰⁹ las que permitirán una amplia

¹⁰⁸ La consideración de la rendición de cuentas intenta superar la falta de fundamento democrático que existe en la designación del banco central como responsable de la política monetaria. La delegación de poder a una autoridad no elegida públicamente puede suponer una dilución del concepto de democracia, creando un déficit democrático en el banco central.

¹⁰⁹ Dependiendo de la interpretación del objetivo último, la política monetaria tiene que suavizar más o menos el efecto de un *shock* inesperado sobre el nivel de precios. El objetivo de estabilidad de precios entendido como constancia a largo plazo del nivel de precios transmite poca incertidumbre a largo plazo pero sí a corto, mientras que el objetivo de inflación cero produce poca incertidumbre a corto plazo y gran incertidumbre a largo, influyendo en la aplicación que se haga de la política monetaria.

capacidad de maniobra al banco central en la aplicación de la política monetaria¹¹⁰. Así, a pesar de tener el objetivo último definido por otra autoridad, se mantiene gran independencia en la definición concreta de éste.

Del mismo modo, en el caso del BCE, el compromiso que asume el banco central es más controlable, al ser uno sólo el objetivo primordial de la política monetaria y estar definido de modo específico. La aparición de más objetivos obligaría inicialmente a jerarquizar la importancia de los mismos, lo cual llevaría a elegir el objetivo en función de las preferencias subjetivas asignadas por el responsable de dicho control. Se introduciría pues un elemento de subjetividad.

En segundo lugar, la transparencia es un elemento de gran importancia en la rendición de cuentas, ya que como mínimo el banco central debe explicar y justificar su política o sus acciones, y dar cuenta de las decisiones tomadas en el ejercicio de sus actividades¹¹¹. El conocimiento de la información es necesario para emitir una valoración de la actuación del banco central.

La transparencia del banco central está relacionada con la posibilidad de que sus miembros comparezcan en público, comunicando las decisiones adoptadas después de las reuniones periódicas que mantengan. Del mismo modo, el banco central puede facilitar la transparencia mediante la publicación, de forma regular, de informes sobre la evolución conseguida por la aplicación de la política monetaria y los planes futuros de la misma.

¹¹⁰ Vid. HAAN, J. de (1997): “The European Central Bank: independence, ...”; op. cit.; pp. 395-425.

¹¹¹ Vid. LASTRA, R.M. (1997): “European Monetary Union and Central Bank Independence”, en *European Economy and Monetary Union: The Institutional framework*. London. Kluwer Law International.

Por último, respecto a la responsabilidad final de política monetaria hay que señalar tres cuestiones¹¹²: 1) la relación entre el banco central y el Parlamento; 2) la existencia de algún tipo de mecanismo influyente o forma de influir en la política monetaria; y 3) el procedimiento de destitución del gobernador del banco central.

La relación entre el banco central y el Parlamento juega un papel destacado en la evaluación de la rendición de cuentas del banco central. En este sentido, se puede decir que el Parlamento mantiene la última responsabilidad de política monetaria desde el momento en que puede modificar la legislación referida a la actividad del banco central. Sería una forma de control ya que la posibilidad de modificar la ley puede llevarse a cabo como una reacción a un determinado comportamiento del banco central.

La existencia de algún tipo de mecanismo o forma de influir por parte del poder político significaría el reconocimiento de que el gobierno tiene la última responsabilidad sobre la política monetaria. Existen tres formas de influir por parte del gobierno¹¹³:

- El derecho a dar instrucciones sobre la política monetaria.
- El derecho a aprobar, suspender, anular o aplazar decisiones.
- El derecho a censurar decisiones con base legal.

No obstante, este último elemento no garantiza que la mayor influencia o poder de intervenir por parte del gobierno en la actividad del banco central refuerce la rendición de cuentas por parte del mismo. El mecanismo de intervención debe ser transparente y coherente, no llevándolo a cabo en función de intereses políticos, por ejemplo, electoralistas, lo cual en ocasiones es bastante frecuente.

¹¹² Vid. HAAN, J. de, AMTENBRINK, F. y EIJJFINGER, S. (1998): “Accountability of central ...”; op. cit.; p. 6.

¹¹³ *Ibidem*.

Por último, *la destitución del gobernador* también es un elemento que refleja el compromiso del banco central, ya que si éste es destituido antes del fin del mandato y no por causas personales, se está penalizando la actuación del banco central en la figura de su máximo responsable. En cambio, la destitución al finalizar el mandato premia la actividad del gobernador y del banco central.

2.3.3.3.2. Un indicador de la rendición de cuentas

El grado de rendición de cuentas que tiene un banco central no es fácil de obtener, pero al igual que en el caso de la independencia hay algunos elementos, principalmente legales, que nos permiten obtener una medida del mismo¹¹⁴.

Respecto a la *definición del objetivo último* de la política monetaria hay que distinguir:

1. Si la ley del banco central estipula los objetivos de la política monetaria.
2. Si existe una primacía o jerarquización de objetivos.
3. Si los objetivos están claramente definidos.
4. Si los objetivos están cuantificados.

En el concepto de rendición de cuentas es mucho más importante la existencia de un refuerzo legal que establezca los objetivos de la política monetaria que la propia elección de éstos. Por ello, aunque para la mayoría de los bancos centrales el objetivo principal sea la estabilidad de los precios, esto no significa nada en términos de dación de cuentas. Lo importante es que exista algún objetivo preferido frente a los demás. Una vez designado el objetivo, sería importante que éste estuviese perfectamente

¹¹⁴ El análisis de estos elementos se basa en diferentes planteamientos analíticos llevados a cabo por diferentes autores, entre los que señalamos: HAAN, J. de, AMTENBRINK, F. y EIJFFINGER, S. (1998): "Accountability of central ..."; op. cit.; pp. 11-14, y HAAN, J. de (1997): "The European Central Bank: independence, ..."; op. cit.; pp. 395-425.

especificado y cuantificado. La existencia de objetivos claramente cuantificados refuerza la dación de cuentas, que ha de estar orientada por tanto hacia un objetivo claro, realista y no contradictorio.

Por su parte, la *transparencia de la política monetaria actual* se observa a través de:

1. El deber del banco central de publicar, además de los informes regulares, algún tipo de informe específico de política monetaria o evolución del objetivo último, como es el caso de los informes sobre inflación.
2. La publicación en un tiempo razonable de las actas de las reuniones que tenga el banco central.
3. El deber de explicar públicamente el resultado obtenido en la consecución de los objetivos.

Por último, en cuanto a la *responsabilidad final de la política monetaria*, se ha de tener en cuenta:

1. La sujeción del banco central al control del Parlamento, bien a través de un informe concreto enviado al mismo o mediante comparecencias públicas.
2. La posibilidad o derecho del Parlamento o del gobierno de dar instrucciones al banco central.
3. La existencia de alguna posibilidad de revisión del mecanismo predominante diseñado y aplicado por el banco central.
4. La posibilidad del banco central de apelar ante algunas instrucciones recibidas.
5. La opción que tiene el Parlamento de modificar la ley del banco central por mayoría simple.
6. La posibilidad de destitución del gobernador del banco central en razón a la experiencia sobre el comportamiento pasado.

Con el objeto de poder medir el grado de rendición de cuentas, se ha realizado un ejercicio analítico en función del cumplimiento o no de las cuestiones expuestas anteriormente. El Cuadro 2.3. recoge la aplicación del indicador descrito en los bancos centrales de países considerados más representativos. El indicador muestra la respuesta afirmativa o negativa a la existencia de los aspectos mencionados, siendo la suma total el grado de rendición de cuentas asignado a un país, y teniendo en cuenta que el máximo posible es trece. La enumeración del cuadro empleada coincide con la ya descrita.

Cuadro 2.3. Indicador de la “accountability”

Ranking	PAÍSES	RENDICIÓN DE CUENTAS		ASPECTOS																		
				OBJETIVOS						TRANSPARENCIA					RESPONSABILIDAD							
				Total	% total	1	2	3	4	Subtotal	%	1	2	3	Subtotal	%	1	2	3	4	5	6
1	Reino Unido	11	85%	*	*	*	*	4	100%	*	*	*	3	100%	*	*	*		*		4	67%
2	Nueva Zelanda	10	77%	*	*	*	*	4	100%	*		*	2	67%	*	*			*	*	4	67%
3	España	7	54%	*	*	*		3	75%	*		*	2	67%	*				*		2	33%
4	Francia	6	46%	*	*	*		3	75%			*	1	33%	*				*		2	33%
5	Italia	6	46%			*		1	25%	*	*		2	67%	*	*			*		3	50%
6	Japón	6	46%	*				1	25%			*	1	33%	*	*	*		*		4	67%
7	EE.UU.	6	46%	*				1	25%	*	*	*	3	100%	*				*		2	33%
8	Holanda	5	38%	*				1	25%				0	0%		*	*	*	*	*	4	67%
9	Suecia	5	38%					0	0%	*		*	2	67%	*	*			*		3	50%
10	Dinamarca	4	31%	*				1	25%			*	1	33%	*				*		2	33%
11	BCE	4	31%	*	*	*		3	75%			*	1	33%							0	0%
12	Bélgica	3	23%					0	0%				0	0%		*		*	*		3	50%
13	Alemania	3	23%	*	*			2	50%				0	0%					*		1	17%

Fuente: HAAN, J. de, AMTENBRINK, F. y EIJJFINGER, S. (1998): “Accountability of central banks: aspects and qualifications”. Discussion Papers. Tilburg University Center for Economic Research, n° 9854.

Entre las principales conclusiones que se pueden extraer del cuadro anterior destaca que los bancos centrales más sometidos a control son el Banco de Inglaterra y el Banco de Nueva Zelanda, que cumplen todos los aspectos relativos a la decisión sobre el objetivo último, sobre la transparencia, que incluso es mayor en el caso del Banco de Inglaterra, y la mayoría de los aspectos relativos a la responsabilidad última de la política monetaria.

Al tiempo, estos bancos tienen un alto grado de independencia de carácter instrumental, la cual se considera suficiente según sus gobernadores; esto implica que bajo este tipo de independencia el banco central está sometido a mayor control por el gobierno. En la práctica, en el Reino Unido, el gobernador del Banco de Inglaterra está obligado a someterse a una comparecencia ante el gobierno exponiendo las razones de cualquier desviación de la inflación respecto al objetivo fijado y anunciando las medidas que el banco considera necesarias para corregir la situación. En Nueva Zelanda, por su parte, el gobernador del banco central puede ser destituido en función de su actuación.

Según los aspectos analizados, los Bancos Centrales de España, Francia, Japón y EE.UU. tienen un nivel de rendición de cuentas aceptable, aunque todavía insuficiente. Por último, el Bundesbank alemán y el Banco Central de Bélgica son los países que gozan de un menor grado de rendición de cuentas.

Si simplificamos el indicador y consideramos sólo cuatro aspectos básicos de la dación de cuentas respecto al total anterior, el grado alcanzado por algunos países se incrementaría. Estos aspectos básicos serían:

- Existencia de un control frecuente al banco central.
- Existencia de un objetivo intermedio anunciado por el banco central.
- Publicación de un “Informe de Inflación” recogiendo también las previsiones futuras esperadas.
- Publicación de las actas de las reuniones de los órganos del banco central.

Según estos cuatro aspectos, los Bancos Centrales de Inglaterra, Nueva Zelanda y Suecia son los que tienen mayor grado de *accountability*, siendo Alemania, Francia y especialmente Japón los que tienen menor grado.

La experiencia de que se dispone respecto al funcionamiento del BCE es todavía pequeña, por lo que no resulta suficiente para evaluar correctamente el grado de rendición de cuentas, aunque a partir de ella y en base también a las directrices existentes referidas al mismo, se puede decir que el BCE tiene hasta ahora un bajo nivel de *accountability*. La existencia de un mínimo grado de rendición de cuentas se debe en mayor medida a la definición del objetivo último de la política monetaria recogido en la ley de forma precisa -la estabilidad de precios-, aunque no esté cuantificado.

En cuanto a la transparencia, en la legislación del BCE sólo se exige la obligación o el deber de explicar públicamente el resultado en la aplicación de la política monetaria, lo que se hará a través de un informe anual presentado ante el Parlamento Europeo. En cualquier caso, es el BCE el que decide cómo hacerlo pudiendo definir y establecer cualquier posibilidad de reforzar esa transparencia. En este sentido, una de las principales críticas, como analizaremos más adelante, es la no publicación de un informe específico sobre la inflación o las actas de las reuniones de sus miembros.

Por último, respecto a la responsabilidad final de la política monetaria en el caso del BCE éste no está sometido a ninguna exigencia por parte del Parlamento Europeo, que además tiene poco poder para modificar cualquier aspecto referido al BCE, ya que esto implicaría modificaciones en los Tratados Fundacionales de la Comunidad, lo que exigiría el acuerdo de todos los países miembros. Así, en el caso del BCE la responsabilidad final sobre política monetaria no está sujeta a ningún tipo de control, no aportando ningún grado de refuerzo a la rendición de cuentas.

El Presidente del Consejo del ECOFIN y un representante de la Comisión pueden participar, sin voto, en las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE y el Presidente

del Consejo puede proponer una moción a deliberación del Consejo de Gobierno del BCE. A su vez, el Presidente del BCE puede participar en reuniones del ECOFIN en cuestiones que le puedan afectar, pero sin voto. El Parlamento tiene un papel inferior, aunque su consentimiento es necesario para el uso del procedimiento de enmiendas para introducir ciertas previsiones.

Además, el BCE debe presentar un informe anual al Parlamento Europeo, Consejo, Comisión y Consejo Europeo sobre sus actividades en materia de política monetaria. También debe publicar un informe anual sobre los estados financieros consolidados semanalmente e informes públicos de sus actividades, al menos cuatro veces al año. Por último, pueden ser requeridos a ser oídos por comisiones competentes dentro del Parlamento.

2.3.3.3.3. Independencia *versus* accountability

Analizados los dos conceptos de independencia y rendición de cuentas, frecuentemente surge la controversia respecto a si ambas características son complementarias o por el contrario contradictorias.

Según algunos autores¹¹⁵ parece que a corto plazo existe un *trade-off* entre independencia y rendición de cuentas, que no existe a largo plazo. Se defiende incluso la necesidad de que exista la dación de cuentas para que la independencia sea completa y segura. En este caso, sería como una dimensión adicional de la propia independencia¹¹⁶.

¹¹⁵ Vid. EIJJFINGER, S. y HAAN, J. de (1996): “*The political economy of Central Bank Independence*”. Princeton. Special Papers in International Economics, nº 19; pp. 7-10; y HAAN, J. de (1997): “The European Central Bank: independence, ...”; op. cit.; pp. 395-425.

¹¹⁶ Vid. BRUNI, F. (1993): “*Central Bank Independence in the European Union*”. IMES. Discussion Papers, 96-E-18.

Desde la perspectiva de la autoridad delegada, se puede decir que cuanto mayor sea el grado de independencia de un banco central, más sólida y clara deberá ser la rendición de cuentas sobre el ejercicio de la autoridad que se delega¹¹⁷. Pero, esto no significa que la rendición de cuentas sea el coste al cual un banco central consigue una mayor independencia porque como ya se ha señalado, independencia y dación de cuentas van inevitablemente unidas. Sin un compromiso de comportamiento por parte del banco central y la posibilidad de evaluar ese comportamiento, la independencia no tendría justificación económica, ya que la finalidad de la misma es asegurar y promover la confianza y la certeza de la política monetaria mediante la transparencia y predicción de su conducta. El banco central ha de explicar su actuación y justificar el porqué de la misma¹¹⁸.

La cuestión más difícil es encontrar un método relativamente simple que facilite el seguimiento por parte del público y del gobierno del comportamiento del banco central en relación a la política monetaria.

Se defiende incluso que este método de seguimiento incorpore algún tipo de incentivos a los responsables del banco central para premiarles en caso de una actuación positiva y penalizarles en caso contrario. No obstante, esta última consideración, de llevarse a cabo debería hacerse de forma cauta, ya que se podría condicionar el comportamiento del banco central hacia una dirección concreta, lo cual sería una forma implícita de reducir la independencia del banco central.

En general, si un banco central tiene solamente independencia instrumental, la dación de cuentas está establecida directamente, ya que los objetivos de política

¹¹⁷ Difícilmente el poder político aceptará la delegación de responsabilidades a un banco central independiente si no existe alguna forma de asegurar dichas responsabilidades. Véase GUTIÁN, M. (1995): "La independencia de los ...", op. cit.; pp. 159-160.

¹¹⁸ Vid. EIJJFINGER, S. y HAAN, J. de (1996): "*The political economy ...*"; pp. 7-10.

monetaria no están definidos por el banco central. Es una autoridad distinta la que establece los objetivos de política monetaria y el banco central lo único que ha de hacer es seleccionar el conjunto de instrumentos necesarios para su consecución. En este caso, la dación de cuentas existe implícitamente, ya que se obliga al banco central a responder de su actuación ante la autoridad política. En el caso en el que el banco central disponga también de independencia en la definición del objetivo, la responsabilidad en su actuación se manifestará ante los agentes privados, que forman sus expectativas antiinflacionistas y evalúan el comportamiento del banco central en la consecución del objetivo de inflación¹¹⁹. Se podría decir que los agentes privados se convierten en la institución frente a la cual el banco central responde de su actuación¹²⁰.

En la práctica, existen dos tendencias respecto al *trade-off* entre independencia y dación de cuentas. La primera es que países que gozan de un grado elevado de independencia también disponen de un alto grado de *accountability*, como por ejemplo el Banco de Suecia (Sveriges Riskbank). La segunda es que junto a esta tendencia existen importantes excepciones, que para algunos pueden ser la base de la existencia de un *trade-off*. Éstos son el Bundesbank alemán, que goza de gran independencia pero mínima dación de cuentas, o el Banco de Francia.

La justificación de estas excepciones está en que son bancos centrales que gozan de gran reputación antiinflacionista, sobre todo el Bundesbank, y que no requieren una explicación adicional de su actuación. La reputación del banco central sustituye a la necesidad de rendición de cuentas¹²¹.

¹¹⁹ El grado de dación de cuentas determina las expectativas inflacionistas de los agentes y contribuye a reducir la inflación, y al igual que ocurría con el aumento en el grado de independencia del banco central, parece que también favorece la reducción de las tasas de inflación.

¹²⁰ Vid. CASTREN, O. (1998): "Central bank independence ..."; op. cit.; pp. 12-15.

¹²¹ *Ibidem*.

2.3.3.4. Transparencia. Información y comunicación

La última exigencia impuesta a los bancos centrales para que éstos sean eficientes es la necesidad de que su actividad sea transparente al resto de agentes económicos, tanto en sus objetivos como en sus acciones.

Haciendo más claros y precisos los objetivos, los mecanismos operativos del banco central y la interpretación del funcionamiento de la economía, el banco central puede aumentar el conocimiento que el mercado y el público en general tienen de sus objetivos e instrumentos, así como de las razones de los mismos reduciendo la probabilidad de respuestas desfavorables a sus acciones¹²². La transparencia permite crear cierta credibilidad donde no existe, y reforzarla donde sí existe¹²³.

El concepto de transparencia tiene una fuerte relación con el de rendición de cuentas, anteriormente analizado. Para que la rendición de cuentas sea posible, hemos visto que muchos de los aspectos de la misma exigen la información y comunicación al público de la actividad del banco central¹²⁴. Es decir, que esta actividad sea transparente. Del mismo modo, también se relaciona la transparencia con el concepto de reputación, ya que los países que no tengan reputación deberán apoyarse en la transparencia para poder ganar algo de credibilidad. Frente al concepto de reputación, en el cual el énfasis se pone en las acciones del banco central, la transparencia puede transmitirse simplemente con las palabras¹²⁵.

¹²² Vid. FREEDMAN, Ch. (1996): "What operating procedures should ..."; op. cit.; pp. 241-285.

¹²³ Vid. WINKLER, B. (2000): "Which kind of transparency?: On the need for clarity in monetary policy-making". Working Paper, n° 26, agosto; pp. 9-12.

¹²⁴ Vid. ALMEIDA A. y GOODHART, Ch. A. E. (1997): "¿Afecta la adopción de objetivos..."; op. cit.; pp. 578-581.

¹²⁵ Vid. URRUTIA, J. (1997): "Una sugerencia para plantearse el problema de la reputación del Banco Central Europeo", *Perspectivas del Sistema Financiero*, n° 58; pp. 45-50.

Consideramos ahora algunos aspectos relevantes de la transparencia¹²⁶. En primer lugar, respecto a la transparencia sobre el objetivo de estabilidad de precios hay que destacar que la percepción que reciben los inversores y ahorradores a largo plazo les lleva a actuar tomando como referencia el compromiso del banco central de mantener la estabilidad de precios. Existirá un apoyo generalizado de la sociedad a este objetivo.

También es útil reforzar la transparencia de la actuación del banco central con la fijación de unos objetivos más inmediatos, variables intermedias que permiten la consecución del objetivo último, y que sirven de referencia sobre la posibilidad de alcanzar o no éste.

Por último, la transparencia del mecanismo de transmisión de la política monetaria existente, que permite evaluar el comportamiento del banco central y entender mejor el porqué de algunas de sus actuaciones.

Existe una diversidad de formas, a través de las cuales el banco central puede incrementar su transparencia¹²⁷: discursos, declaraciones a la prensa, comparecencias ante el Parlamento, boletines e informes específicos sobre inflación, y publicación de las actas de las reuniones entre los órganos de gobierno de la autoridad monetaria¹²⁸. Estas medidas conjuntamente proporcionan información sobre la función de reacción del banco central, es decir, sobre sus acciones, objetivos e intenciones y por tanto, información sobre las preferencias de inflación de la autoridad monetaria y sobre cómo pretende conseguir las¹²⁹.

¹²⁶ *Ibídem.*

¹²⁷ Para un análisis detallado de cómo se ha esforzado el BCE en reforzar el proceso de comunicación, véase BCE (2001): “La política de comunicación del BCE”, *Boletín Mensual*, febrero; pp. 59-65.

¹²⁸ Vid. ALMEIDA A. y GOODHART, Ch. A. E. (1997): “¿Afecta la adopción de objetivos...”; op. cit.; pp. 578-583.

¹²⁹ Vid. BRIAULT, C., HALDANE, A. y KING, M. (1996): “*Independence ...*”; op. cit.; pp. 33-37.

Los agentes, con esta información, podrán formar sus expectativas más fácilmente, y más acordes con la inflación efectiva, reduciéndose en gran medida la incertidumbre existente en la aplicación de la política monetaria.

El mejor ejemplo de la transparencia del banco central lo proporciona el Banco de Inglaterra, que por el contrario goza de un bajo nivel de independencia. Esta transparencia es debida a tres aspectos. El primero de ellos ha sido la adopción de una estrategia directa en la política monetaria, es decir, una estrategia que directamente persigue la consecución del objetivo último sin utilizar objetivos intermedios. El segundo elemento ha sido la publicación de un informe de inflación, el cual ofrece el análisis del propio banco central sobre las tendencias de la inflación. Por último, la publicación de las actas de los encuentros que mensualmente mantienen los órganos de gobierno del banco central y el Gobierno, con el fin de discutir sobre los objetivos y resultados de la política monetaria.

Respecto a la postura anterior del Banco de Inglaterra, con estas medidas se ha avanzado hacia una mayor apertura informativa, con el fin último de reducir la incertidumbre de los agentes económicos, permitiéndoles tomar una postura más realista a la hora de formular sus expectativas de inflación.

En general, los países con menor transparencia en los últimos años, son también aquellos que tienen niveles inferiores de credibilidad, mientras que países que no gozaban tradicionalmente de la misma, la han visto fuertemente reforzada desde el momento en que han aumentado la transparencia mediante la publicación de informes referentes a su objetivo de inflación. Entre estos últimos países están Suecia, Canadá, Nueva Zelanda, y hasta la aplicación de la política monetaria única también España; países que como el Reino Unido tienen definida su estrategia de política monetaria directamente hacia el objetivo último.

Por su parte, el Bundesbank también ha generado una mayor transparencia, principalmente mediante la explicación de cuestiones relativas al ejercicio y contenido de la política monetaria en actos públicos organizados por todo tipo de agentes económicos (empresarios, banqueros, inversores, etc.). Es una comunicación directa con el público que ha permitido un fuerte apoyo a la actividad del Bundesbank, dotándole al tiempo de gran credibilidad.

El BCE, por su parte, también debe garantizar la máxima transparencia en el ejercicio de la política monetaria única. Debe proporcionar la información necesaria sobre sus actividades para demostrar que es una institución seria capaz de llevar a cabo la política monetaria con el fin último de la estabilidad de precios. Para ello, debe reforzar de forma continuada, tal y como lo hace habitualmente, su estrategia de comunicación e información con un mensaje claro: la estabilidad de precios es el objetivo primordial de la política monetaria única¹³⁰.

La experiencia del Reino Unido y del resto de bancos centrales de la Unión Europea puede servir de base sobre como incentivar una mayor transparencia¹³¹, que en definitiva es lo que debe conseguir el BCE, tal y como está recogido en las normas que regulan su actividad, estableciendo para ello numerosos canales de comunicación. En este sentido, el BCE ha desarrollado un conjunto de canales de comunicación más amplio que los señalados inicialmente en sus Estatutos con el objetivo de reforzar dicha transparencia¹³².

¹³⁰ Vid. ISSING, O. (2000): “Communication challenges for the ECB”, disponible en la dirección http://www.ecb.int/key/00/sp000626_2.htm; pp. 1-4.

¹³¹ Vid. DORNBUSCH, R., FAVERO, C. y GIAVAZZI, F. (1998): “Immediate challenges for ...”; op. cit.; pp. 17-64.

¹³² Vid. BCE (2001): “La política de comunicación ...”; op. cit.; pp. 61-64.

2.3.4. ¿SON LOS BANCOS CENTRALES LOS AGENTES ADECUADOS PARA LA CONSECUCIÓN DE LOS OBJETIVOS DE POLÍTICA MONETARIA?

A priori, podemos anticipar que la respuesta a esta pregunta es afirmativa, es decir, el banco central es la autoridad idónea para garantizar los objetivos de estabilidad de precios y estabilidad financiera. No obstante, al analizar un poco más detenidamente esta cuestión, debemos matizar que para ello el banco central debe tener un determinado comportamiento y unas características concretas.

Como ya hemos visto, la actividad del banco central tiene su fundamento básico en la responsabilidad sobre la política monetaria. El banco central es la autoridad monetaria encargada de alcanzar el objetivo primordial de la política monetaria, que es la estabilidad de los precios. Este objetivo está, hoy día, contenido explícitamente en la legislación referida a los bancos centrales y junto a él adquiere gran relevancia el objetivo de la estabilidad financiera, necesario para garantizar un adecuado marco monetario y financiero.

La responsabilidad última del banco central sobre la política monetaria parece que es la opción más adecuada para que ésta sea eficiente en la consecución de un objetivo claramente establecido. Por un lado, la asignación de múltiples objetivos obligaría al banco central a elegir entre ellos, y podría estar sometido a presiones políticas para cambiar de objetivo según el ciclo electoral, y por otro, el reparto de la responsabilidad oficial de controlar la inflación a partes iguales entre varias autoridades, contribuiría a que ninguna de ellas fuese en la práctica responsable¹³³. Por ello, se debe asignar la responsabilidad de controlar la inflación al banco central.

¹³³ Vid. FISHER, S. (1996): "Los retos que confronta ..."; op. cit.; pp. 32-35.

Asimismo, el banco central no debe olvidar el resto de objetivos de la política económica. Que sea primordial el objetivo de estabilidad de precios no significa que no se deban tener en cuenta el resto de objetivos, como un nivel óptimo de empleo o el crecimiento económico, entre otros; objetivos que la autoridad monetaria debe favorecer siempre, sin perjuicio del objetivo de estabilidad de precios.

A pesar del consenso en la actividad del banco central, hay que reconocer por otra parte la existencia de limitaciones en el ejercicio de sus funciones. Limitaciones que, como hemos expuesto, pueden ser generales o específicas. La coherencia en el diseño de la política monetaria, el comportamiento estricto del banco central y el mejor uso de la información disponible, así como la consideración del conjunto de medidas de política económica de forma global permitirán al banco central realizar su actividad de forma eficiente, realista y consistente con los compromisos adquiridos y con los deseos de la sociedad.

Para ello, en nuestra opinión, el banco central debe caracterizarse por cuatro elementos fundamentales, considerados como exigencias para realizar sus funciones de la mejor forma posible.

En primer lugar, el banco central debe tener credibilidad ante el resto de agentes económicos. Es necesario que los agentes crean los anuncios del banco central sobre cómo va a actuar y los objetivos que pretende conseguir. Para ello, deben haber observado el comportamiento del banco central a lo largo del tiempo, el cual toman de referencia a la hora de formar sus expectativas de inflación. En base a la experiencia previa, el banco central ha alcanzado un cierto nivel de reputación que le permite transmitir a los agentes económicos que las medidas y objetivos anunciados serán efectivos.

En segundo lugar, el banco central ha de ser una autoridad independiente del poder político, de forma que no esté influido en la fijación de objetivos y toma de

decisiones por cuestiones externas, no específicamente monetarias. Aunque no existe ningún banco central con total independencia, sí se pretende dotar a la autoridad monetaria de cierto grado de autonomía en el ejercicio de sus funciones; será el poder político el que determine ese grado de autonomía. Además, la independencia del banco central contribuye a reforzar la credibilidad del mismo, ya que si los agentes perciben la no influencia del poder político, el comportamiento del banco central dependerá solamente de su voluntad.

En tercer lugar, el banco central ha de asumir la responsabilidad de sus acciones, es decir, debe responder ante alguien de las posibles desviaciones o incumplimiento del objetivo. Este concepto de rendición de cuentas obliga al banco central a estar sometido a cierto control en su actividad. Dicho control puede ser impuesto de distintas formas y ante distintos grupos de agentes: el gobierno, los Parlamentos nacionales o el resto de agentes económicos. El banco central ha asumido un compromiso y debe responder de él en caso de incumplimiento.

Por último, hacemos referencia al modo en que se ha de presentar al público la actividad del banco central. Ésta debe ser totalmente transparente, reduciendo la incertidumbre que condiciona el comportamiento de los agentes económicos. La información y comunicación frecuente de la actividad del banco central es el mejor instrumento para reforzar la transparencia.

Considerando que los bancos centrales deben tener, de algún modo, estas cuatro características, hemos analizado brevemente si están presentes o no en el BCE, autoridad responsable de la política monetaria única en la UEM. Se pretende, en último caso, adelantar si el BCE será eficiente o no en el desarrollo de sus funciones.

El BCE es una entidad totalmente nueva, sin experiencia previa; por ello, su credibilidad inicial ha sido escasa y únicamente posible por la influencia de la credibilidad de los bancos centrales de los países que forman la UEM. A lo largo del

tiempo, esa credibilidad se debería ir reforzando en base a la reputación que el BCE adquiera y el convencimiento de los órganos de gobierno del banco de que realmente es una institución seria y creíble.

Respecto a la independencia del BCE, ésta está recogida de forma expresa en el Tratado de Maastricht, que otorga un grado muy elevado de la misma, con la excepción de la independencia en la definición del objetivo último, que también está establecido, en éste, de antemano.

En cambio, el grado de rendición de cuentas en el BCE es mínimo y muy inferior al existente en la mayoría de los bancos centrales actualmente¹³⁴. Se debe en mayor medida a la precisión existente en la definición del objetivo último y a la obligación de explicar públicamente ante el Parlamento Europeo, el resultado en la aplicación de la política monetaria.

Por su parte, sí se garantiza la transparencia en la actividad del BCE, que publica informes periódicos sobre la política monetaria única y el objetivo de inflación, y celebra comparecencias públicas donde explica la evolución de su actuación y la consecución de los resultados.

Por tanto, podemos decir a priori, que el BCE es una institución adecuada para llevar a cabo la política monetaria única, pero que deberá aumentar rápidamente su credibilidad, apoyándose en la independencia atribuida y en la transparencia de su actuación; y establecer mecanismos adicionales que sirvan de control en el ejercicio de su actividad.

¹³⁴ Vid. Cuadro 2.3.; p.92.

2.3.5. EL BANCO CENTRAL EUROPEO COMO RESPONSABLE DE LA POLÍTICA MONETARIA

De acuerdo con el TUE, el SEBC y el BCE se constituyen como la autoridad monetaria de la UEM, que tendrá como función más relevante el diseño y ejecución de la política monetaria de los países que conformen el área del euro¹³⁵. El SEBC está formado por el BCE y los bancos centrales de los Estados miembros de la UE o BCNs, incluidos los de los Estados miembros que inicialmente no formen parte de la UEM¹³⁶. Al mismo tiempo, el sistema formado por el BCE y los BCNs de los países pertenecientes a la UEM se conoce como Eurosistema, expresión acuñada por el propio BCE y comúnmente utilizada en la práctica.

Hasta el momento de su aparición y desde que comenzó la segunda fase en el proceso de integración hacia la Unión Económica y Monetaria, el Instituto Monetario Europeo (IME) era la autoridad responsable en materia de coordinación de política monetaria y realización de todos los estudios y trabajos previos y necesarios para la aparición del BCE¹³⁷. El BCE se constituyó en el mes de junio de 1998¹³⁸ y desde ese

¹³⁵ La necesidad de crear una autoridad monetaria totalmente nueva capaz de integrar a todos los países de la UEM quedó definida legalmente en el TUE y en los Protocolos anexos al mismo sobre los Estatutos del SEBC y del BCE.

¹³⁶ La mayor o menor participación de cada banco central en las tareas del SEBC dependerá de su *status* de plena pertenencia a la UEM o de país con derogación, es decir excluido de la misma. Véase BANCO DE ESPAÑA (1997): “*La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales*”. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid; pp. 63-67.

¹³⁷ El Instituto Monetario Europeo se creó al comienzo de la segunda fase del proceso de integración monetaria, en 1994. Estaba formado por los bancos centrales de los Estados miembros y tenía como objetivos principales los tres siguientes: a) fortalecimiento de la coordinación de las políticas monetarias, con vistas a garantizar la estabilidad de precios; b) realización de los trabajos preparatorios necesarios para la constitución del SEBC, para la aplicación de la política monetaria única y para la creación de una moneda única en la tercera fase; y c) supervisión del desarrollo del ecu.

¹³⁸ El BCE se constituyó un mes antes de lo previsto, aunque adquirió carácter oficial desde el momento en que se invistió a sus miembros a primeros de julio de 1998, tal y como estaba previsto.

momento se ha dedicado a ultimar las cuestiones necesarias para el diseño y aplicación de la política monetaria única desde el 1 de enero de 1999.

Por tanto, la nueva autoridad monetaria en la “zona euro” es el SEBC, compuesto tanto por el BCE como por los BCNs, lo que garantiza el cumplimiento de dos principios básicos¹³⁹, que en ocasiones incluso parecen parcialmente contradictorios. El primero de éstos se refiere a la existencia de un grado suficiente de armonización en todos los países integrantes con el objetivo de que realmente la política monetaria sea única. Por lo que respecta al segundo, la ejecución descentralizada de la política monetaria y la preservación de algunos rasgos característicos de los sistemas financieros nacionales es un aspecto que se considera fundamental para garantizar la estabilidad tanto monetaria como financiera y la transición de las políticas monetarias nacionales a una política monetaria única. Es lo que se denomina principio de subsidiariedad¹⁴⁰.

El objetivo primordial del SEBC, como ya hemos señalado reiteradamente a lo largo de este trabajo, es mantener la estabilidad de los precios, aunque sin perjuicio de dicho objetivo deberá apoyar las políticas económicas generales de la Comunidad. En el ejercicio de sus funciones, el SEBC actuará según el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, favoreciendo una eficiente asignación de los recursos¹⁴¹.

¹³⁹ Estos principios están definidos respecto a la instrumentación de la política monetaria única, que siendo diseñada por el BCE será aplicada por los Bancos Centrales Nacionales.

¹⁴⁰ El principio de subsidiariedad se recoge explícitamente en el art. 12 del Estatuto del SEBC.

¹⁴¹ Vid. COMISIÓN EUROPEA (1994): “*Tratado de la Unión Europea y Protocolos anexos*”, art. 2 del Estatuto del SEBC.

2.3.5.1. Organización del SEBC

El SEBC abarca a todas las instituciones responsables de la política monetaria dentro de la UE. Está dirigido por los órganos rectores del BCE, ya que éste es su institución central y de gobierno. El BCE tiene personalidad jurídica propia. Su sede se encuentra en la ciudad de Francfort.

Los órganos de gobierno del SEBC y del BCE son el Consejo de Gobierno, el Comité Ejecutivo y el Consejo General¹⁴².

1. Consejo de Gobierno

El Consejo de Gobierno está compuesto por los miembros del Comité Ejecutivo y por los gobernadores de los BCNs. Las decisiones se toman por mayoría simple. Cada miembro del Consejo dispone de un voto y en caso de empate el voto del presidente se considera voto de calidad. En determinadas decisiones, como las relativas al patrimonio, capital, reservas u otras que requieran mayoría cualificada, los votos de los miembros del Consejo de Gobierno se ponderarán conforme a las participaciones de los bancos centrales nacionales en el capital suscrito del BCE. En este último caso, la ponderación de los miembros del Comité Ejecutivo será cero.

Está establecido que el Consejo de Gobierno se reúna como mínimo diez veces al año, aunque en la práctica se está reuniendo cada quince días. En dichas reuniones el Consejo de Gobierno debe adoptar las decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al SEBC, de acuerdo con el Tratado y sus Estatutos. Diseñará y formulará la política monetaria y establecerá las orientaciones necesarias para su ejecución por los bancos

¹⁴² *Ibidem*.

centrales nacionales. Es, por tanto, el órgano superior de gobierno del BCE, y sus decisiones marcarán las pautas que deberá seguir el Comité Ejecutivo.

2. Comité Ejecutivo

El Comité Ejecutivo está compuesto por un presidente, un vicepresidente y otros cuatro miembros. Son nombrados de común acuerdo por los gobiernos de los Estados miembros, de entre personalidades de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios o bancarios, sobre la base de una recomendación del Consejo y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno. Desempeñan sus funciones con dedicación exclusiva. Su mandato es por un período de ocho años no renovable.

El presidente, o en su ausencia el vicepresidente, presidirá el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo del BCE, e igualmente ostentará la representación del BCE en el exterior.

El Comité Ejecutivo es el encargado de la gestión cotidiana del BCE y en particular de la ejecución de la política monetaria, transmitiendo las instrucciones necesarias a los bancos centrales nacionales, de acuerdo con las directrices recibidas del Consejo de Gobierno. El Comité Ejecutivo podrá también recibir la delegación de determinados poderes, cuando así lo disponga el Consejo de Gobierno. Los miembros del Comité Ejecutivo tendrán derecho a voto y salvo disposición contraria se decidirá por mayoría simple, correspondiendo al presidente el voto de calidad.

3. Consejo General

El Consejo General está constituido por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de los bancos centrales de todos los países de la UE. Los demás miembros del Comité Ejecutivo podrán participar, sin derecho a voto, en las reuniones del Consejo General. También podrán participar en las reuniones del Consejo General, sin derecho a voto, el Presidente del Consejo de Ministros ECOFIN y un miembro de la Comisión Europea.

Las funciones atribuidas al Consejo General son de naturaleza transitoria, ya que se ocupa de todo lo relacionado con el hecho de que existan países temporalmente excluidos de la UEM. Del mismo modo, asume las funciones del IME en cuanto a los trabajos preparatorios para el inicio de la política monetaria única, y aquéllos relacionados con la futura inclusión de los países inicialmente excluidos de la UEM, entre ellos la aplicación de la política cambiaria.

2.3.5.2. Funciones del BCE y del SEBC¹⁴³

Previamente al desarrollo específico de las funciones encomendadas al BCE y al SEBC se puede hacer una distinción adicional basada en la existencia de dos etapas en el desarrollo de estas funciones¹⁴⁴. La primera correspondió al período comprendido entre la constitución del BCE en junio de 1998 y el comienzo de la tercera etapa, período en el cual se ha intensificado la coordinación de las políticas monetarias con el fin de asegurar una transición tranquila a la UEM. La segunda corresponde a las funciones desarrolladas como tales por el BCE desde el 1 de enero de 1999.

¹⁴³ Al analizar las funciones del BCE nos basamos en las contenidas en el Tratado de la Unión Europea y en los Estatutos del SEBC y del BCE.

¹⁴⁴ Vid. BANCO DE ESPAÑA (1997): “*La Unión Monetaria ...*”; op. cit.; pp. 67-69.

2.3.5.2.1. Funciones básicas

Las funciones básicas del SEBC, de acuerdo con el Tratado, son las siguientes:

- Definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad.
- Realizar operaciones de cambio de divisas que sean coherentes con las disposiciones relativas a la política cambiaria.
- Poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros, sin perjuicio de la tenencia y gestión de fondos de operación oficiales en divisas por parte de los gobiernos de los Estados miembros.
- Promover el buen funcionamiento del sistema de pagos.
- Contribuir a la buena gestión de las políticas de supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero, cuya responsabilidad permanecerá en manos de las autoridades nacionales.
- Autorizar la emisión de billetes de banco en el área del euro.

2.3.5.2.2. Funciones consultivas

El BCE debe ser consultado:

- sobre cualquier propuesta de acto comunitario o iniciativas nacionales que entren en el ámbito de sus competencias;
- por las autoridades nacionales, sobre cualquier proyecto de disposición legal que entre en su ámbito de competencias, pero dentro de los límites y con las condiciones que disponga el Consejo.

2.3.5.2.3. Otras funciones

Así mismo, el BCE podrá presentar dictámenes a las instituciones u organismos comunitarios pertinentes o a las autoridades nacionales, sobre materias que pertenezcan al ámbito de sus competencias.

También asume las funciones de información estadística y cooperación internacional. Respecto a la primera, el BCE recopila la información estadística necesaria, obteniéndola de las autoridades nacionales competentes o directamente de los agentes económicos. Respecto al ámbito de la cooperación internacional, el BCE decide cómo estará representado el SEBC.

En lo referente a la política cambiaria, la soberanía última continúa en manos de los gobiernos, y corresponde al Consejo Europeo la definición de la misma y la formulación de acuerdos específicos en esta materia, siempre previa consulta al BCE, con el objeto de que el objetivo de estabilidad cambiaria sea compatible con el objetivo de estabilidad financiera.

2.3.5.3. Aspectos característicos del BCE: Independencia y Transparencia

El objetivo fundamental del BCE es el mantenimiento de la estabilidad de precios, para lo cual goza de total independencia y autonomía respecto a cualquier organismo tanto nacional como supranacional. En el ejercicio de sus funciones y deberes correspondientes, ni el BCE, ni los bancos centrales nacionales, ni ningún miembro de sus órganos rectores aceptarán cualquier instrucción de instituciones comunitarias o gobiernos de los estados miembros¹⁴⁵.

Este es el rasgo institucional básico del nuevo organismo en materia de política monetaria. Pero además, esta independencia es personal, por lo que se refiere a sus miembros; funcional, en cuanto a la disponibilidad de instrumentos para realizar su

¹⁴⁵ Vid. BCE (1999): “El marco institucional del Sistema Europeo de Bancos Centrales”, *Boletín Mensual*, julio; pp. 61-62.

actividad; y financiera, disponiendo de forma autónoma de los medios económicos necesarios para el desarrollo de sus funciones¹⁴⁶.

No obstante, esta independencia debe ser coherente no sólo, en cuanto a la política monetaria única, y el objetivo de estabilidad de precios, sino también respecto al resto de políticas económicas generales de la Comunidad.

Los Estatutos del BCE también recogen obligaciones específicas de información. Debe elaborar y publicar informes sobre las actividades del SEBC con una periodicidad al menos trimestral e igualmente debe publicar cada semana un estado financiero consolidado del SEBC. Anualmente el BCE presenta ante el Parlamento Europeo, el Consejo de Ministros ECOFIN, la Comisión e incluso el Consejo Europeo, un informe sobre las actividades del SEBC y la política monetaria del año anterior y del año en curso. Además, el Eurosistema se ha comprometido a sobrepasar estas exigencias que considera mínimas, mediante la celebración de una conferencia de prensa inmediatamente después de la primera reunión de cada mes del Consejo de Gobierno. Todas estas medidas refuerzan la transparencia en la actuación de la nueva autoridad monetaria¹⁴⁷.

A su vez, esta transparencia y la garantía de independencia en su actuación permiten que el SEBC vaya creando una reputación propia frente al resto de bancos centrales nacionales, incrementando la credibilidad de los agentes privados en las medidas llevadas a cabo por el mismo. Se ha de transmitir que la autoridad monetaria de la UEM es una institución seria y creíble, capaz de conseguir el objetivo de estabilidad de precios en los países del área del euro.

¹⁴⁶ Vid. ROJO, L.A. (1998): “El Banco Central Europeo y la política monetaria común”, *Revista de Occidente*, nº 200, enero; pp. 25-42.

¹⁴⁷ Vid. BCE (1999): “El marco institucional ...”; op. cit.; pp. 62.

2.4. CONCLUSIONES FUNDAMENTALES RESPECTO AL MARCO DE APLICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Una vez que han sido analizados tanto los objetivos prioritarios actuales de la política monetaria como las características que debe tener la autoridad monetaria encargada de su consecución, aplicaremos éstos al caso de la Unión Económica y Monetaria Europea, que comenzó a desarrollarse el 1 de enero de 1999.

La característica fundamental de la UEM es el diseño y aplicación de una política monetaria conjunta para todo el área del euro, es decir, para cada uno de los países miembros de la misma se deja de aplicar la política monetaria diseñada a nivel individual, cediendo totalmente su soberanía en materia de política monetaria.

Sin embargo, el camino recorrido no ha sido fácil. Además de la necesidad de coordinar otras políticas económicas y armonizar distintos aspectos de las mismas, en materia de política monetaria se ha hecho un esfuerzo adicional desde que, a finales de la década de los ochenta, se plantearon las primeras ideas de avanzar en el proceso de integración y llevar a cabo una unión económica y monetaria.

Concretamente, este esfuerzo se ha manifestado en la necesidad de alcanzar un consenso en las cuestiones más determinantes relacionadas con la política monetaria. Nos referimos a la fijación de un mismo objetivo último de política monetaria, a la aparición de una autoridad monetaria totalmente nueva y a la definición de las cuestiones relacionadas con el diseño y aplicación de la política monetaria.

En primer lugar, hemos analizado el consenso existente en el logro del objetivo de estabilidad monetaria, el cual se ha convertido actualmente en el objetivo básico, no sólo del conjunto de países que forman la UEM, sino también de la mayoría de los países que desarrollan una política monetaria coherente cuya finalidad última es

potenciar el crecimiento económico. Por ello, en realidad, alcanzar un acuerdo en esta cuestión no ha sido más que aceptar la tendencia existente respecto al objetivo último de la política monetaria.

En segundo lugar, el consenso respecto a la aparición de una autoridad monetaria totalmente nueva se ha plasmado en la creación del BCE, responsable de diseñar la política monetaria única y aplicarla en colaboración con los bancos centrales nacionales. Respecto a las características, que según hemos analizado previamente, deben tener los bancos centrales, la independencia y la transparencia en el desarrollo de su actividad son las que han recibido mayor atención al diseñar la nueva autoridad monetaria.

Por último, el acuerdo en el diseño y aplicación de la política monetaria es el aspecto que ha exigido mayor esfuerzo, una vez que ha sido fijado el objetivo de estabilidad monetaria y la creación del BCE. Esta dificultad se deriva de la necesidad de armonizar las distintas estrategias e instrumentos de política monetaria previamente utilizados en los distintos países miembros, y que respondían a características específicas de los mismos. No obstante, se han conseguido diseñar las líneas fundamentales de actuación así como los instrumentos característicos de la política monetaria única.

El consenso existente entre los gobiernos de los Estados miembros en el logro de la estabilidad de los precios y en la necesidad de otorgar la responsabilidad de su consecución a una entidad nueva como es el SEBC se había concretado ya en el TUE, de forma que existía el suficiente respaldo legal y acuerdo de los Estados miembros en la constitución del BCE como la autoridad monetaria responsable de diseñar y aplicar la política monetaria común de los países del área del euro desde 1999.

La existencia de una política monetaria única es, junto a la aparición de la moneda común, el euro, la razón de ser de la UEM. El proceso de integración europea que comenzó con la firma de los Tratados Constitutivos en 1958 tiene su culminación

con la aparición de la UEM, la introducción de una moneda común y la aplicación de una política monetaria única. Respecto a este último aspecto hay que señalar la relevancia del hecho de que los respectivos gobiernos han renunciado a la soberanía en materia monetaria, para delegar en una entidad supranacional que gestiona unas mismas normas, define unos objetivos comunes y aplica los mismos instrumentos en todo el área.

La política monetaria común es, por tanto, el núcleo básico de la *zona euro*. Que la política monetaria sea única exige que las operaciones de regulación de liquidez tengan iguales condiciones para entidades localizadas en cualquier parte del área de aplicación, es decir, el área del euro.

El diseño de la política monetaria única ha supuesto básicamente la determinación de la estrategia seguida para su aplicación, estableciendo criterios uniformes y válidos para todos, y al mismo tiempo ha exigido seleccionar los instrumentos de política monetaria accesibles en igualdad de condiciones por cualquier institución financiera de la zona euro. Al análisis, efectos iniciales y viabilidad futura de la política monetaria de la UEM se dedica el trabajo realizado en esta Tesis Doctoral.

CAPÍTULO 3

ASPECTOS TEÓRICOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

ÍNDICE DEL CAPÍTULO 3

CAPÍTULO 3

ASPECTOS TEÓRICOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

3.1. EL CONTENIDO TEÓRICO DE LA POLÍTICA MONETARIA

3.2. ESTRATEGIAS DE LA POLÍTICA MONETARIA

3.2.1. Estrategia basada en la utilización de los agregados monetarios como objetivos intermedios

3.2.2. Estrategia basada en la utilización de objetivos directos de inflación

3.3. LOS INSTRUMENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

3.4. LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LOS EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

3.1. EL CONTENIDO TEÓRICO DE LA POLÍTICA MONETARIA

La política monetaria se entiende habitualmente como la acción de las autoridades económicas, en general, y monetarias en particular, dirigida a controlar las variaciones en la cantidad o en el coste del dinero, con el fin de alcanzar ciertos objetivos de carácter macroeconómico¹.

En esta definición se recoge el contenido fundamental de la política monetaria. En primer lugar, se considera la política monetaria como un instrumento de política económica, que se manifiesta mediante las decisiones y actuaciones de los responsables de dicho instrumento. Dichas actuaciones se concretan en influir sobre una de las dos variables monetarias fundamentales, cantidad o coste del dinero (a veces, sobre el tipo de cambio). A su vez, las acciones sobre estas variables tienen como objetivo último el conjunto de metas que forman el llamado “cuadrado mágico”: estabilidad de precios, pleno empleo, equilibrio de la balanza de pagos y crecimiento económico. No obstante, en los últimos años se ha considerado prioritario para la política monetaria alcanzar y mantener la estabilidad de los precios, siendo éste el objetivo último asumido por las autoridades responsables de su articulación; a nivel europeo, los bancos centrales de los países miembros de la UE han aceptado este objetivo como fundamental².

En base a esta definición podemos señalar que la política monetaria en primer lugar debe definirse claramente, en el sentido de establecer el objetivo último que se

¹ Vid. FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GÁMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): “*Política Monetaria: su eficacia y enfoques alternativos*”, Tomo 1, Ed. AC, 1ª edición. Madrid; p. 28.

² El IME (Instituto Monetario Europeo) creado a comienzos de 1994, con la 2ª etapa en la construcción de la UEM, tenía asignada la misión de contribuir a alcanzar la última etapa, que daría lugar a la aparición del SEBC, en las mejores condiciones posibles. Entre las funciones que tenía encomendada destacaba la necesidad de fomentar la coordinación de las políticas de los estados miembros, con el fin de promover un alto grado de convergencia macroeconómica; en particular, coordinar la política monetaria teniendo en cuenta el objetivo prioritario de la estabilidad de los precios.

pretende alcanzar, las variables a utilizar como indicativas de la cantidad o el coste del dinero, los instrumentos a utilizar por las autoridades monetarias y las relaciones existentes entre todas ellas; pero, también en segundo lugar la política monetaria debe llevarse a cabo y ejecutarse según la definición establecida para conseguir la evolución deseada del objetivo último. Para ello es necesario disponer de una serie de instrumentos cuya utilización permita alcanzar el objetivo final de la política monetaria. Además, desde que se utilizan los instrumentos de política monetaria hasta que éstos se reflejan en el objetivo final transcurre un proceso complejo que se manifiesta a través de los mecanismos de transmisión de la política monetaria³.

La definición de todas las variables relevantes que participan en el contenido de la política monetaria y las relaciones existentes entre ellas dan lugar a una diversidad de políticas monetarias aplicadas en los principales países desarrollados a lo largo del tiempo. Existen diferencias tanto en su articulación, definición de objetivos e instrumentos utilizados, como en la propia transmisión de sus efectos hasta la consecución del objetivo último.

Por otro lado, en la ejecución de la política monetaria ésta se ve condicionada por aspectos económicos, monetarios y financieros que determinan su eficacia en función del contexto en el que se aplica.

Como se puede observar en estas ideas previas, la utilización de la política monetaria como instrumento de política económica no es una tarea sencilla, pero sí es

³ Vid. CUADRADO ROURA, J.R.(director) (2001): “*Política Económica: Objetivos e Instrumentos*”, 2ª edición. Ed. Mc-GrawHill. Madrid; pp. 320-337, y MALO DE MOLINA, J.L. (1997): “*La Política Monetaria y la inflación en España*”. Servicio de Estudios del Banco de España. Ed. Alianza. Madrid; pp.38-48.

necesaria junto al resto de políticas coyunturales⁴ para poder conseguir los objetivos últimos de la economía.

En los últimos años la política monetaria ha sido además objeto de un proceso de transformación importante, que ha afectado tanto a la definición como al ejercicio de la misma⁵.

Respecto a su definición, podemos señalar entre otros factores, la reducción en la importancia y utilidad proporcionada por algunas variables: las modificaciones en la definición de la cantidad de dinero, cada vez más amplias; la elección entre el control de la cantidad de dinero o del tipo de interés que ya no es tan estricta como lo era antes, y el hecho de que los instrumentos no mantengan el mismo grado de utilización que mantenían tradicionalmente.

En cuanto a la ejecución de la política monetaria los cambios experimentados en el contexto monetario y financiero, la creciente movilidad del capital, los procesos de innovación y desregulación financiera y la consiguiente aparición de nuevos activos, la mejor y mayor información de los agentes económicos y la posibilidad de reacción son algunos de los hechos que han modificado el contexto en el que actuaba la política monetaria, que necesariamente exige mayor flexibilidad en la adecuación a estos cambios⁶.

⁴ No debemos olvidar que la consecución de los objetivos últimos de la política económica es una labor en la que participan distintos instrumentos, desde una perspectiva integrada de la misma: política fiscal, política de rentas, políticas estructurales, etc. Véase para un desarrollo más actual de cada una de estas políticas FERNÁNDEZ DÍAZ, A. (director) (1999): “*Fundamentos y papel actual de la política económica*”. Ed. Pirámide. Madrid.

⁵ Vid. ERIAS, A. y SÁNCHEZ, J.M. (1998): “*Política Monetaria y Política Fiscal*”. Ediciones Pirámide. Madrid; pp. 11-30.

⁶ *Ibidem*, pp. 119-125.

Con esta perspectiva, vamos a desarrollar el contenido teórico de la política monetaria analizando el marco operativo básico de la misma, es decir, la definición de su estrategia, sus instrumentos y sus mecanismos de transmisión, para en los próximos capítulos analizar, siguiendo el mismo desarrollo, el marco de la política monetaria única aplicada por los doce países de la UEM⁷.

⁷ Desde enero de 2001, Grecia forma parte de la UEM y por tanto desde dicho momento también está inmersa en el desarrollo de la política monetaria única.

3.2. ESTRATEGIAS DE LA POLÍTICA MONETARIA

Se entiende por estrategia de política monetaria el conjunto de indicadores, reglas y procedimientos según los cuales el banco central o la autoridad responsable de la política monetaria decide cómo y cuando utilizar los instrumentos monetarios para el logro del objetivo final, en concreto el objetivo de la estabilidad de los precios⁸. La necesidad de una estrategia de política monetaria deriva del hecho de que el banco central no controla de manera directa su objetivo final. La consideración de la estrategia a aplicar, por tanto, es básica para el logro del objetivo último, siendo el principal requisito de la misma la consecución de este objetivo último.

Al mismo tiempo, dicha estrategia de política monetaria tiene dos funciones básicas⁹: contribuir al proceso interno de toma de decisiones por parte del banco central y comunicar a los agentes económicos los propósitos y las actuaciones de la autoridad monetaria.

La utilización de estrategias en el ejercicio de la política monetaria se basa en establecer una relación entre los objetivos últimos a conseguir y los instrumentos monetarios disponibles para lograrlos. La mayor o menor especificación de esta relación es lo que hace que surjan distintas estrategias de política monetaria. Por lo general, es bastante difícil especificar con claridad dicha relación¹⁰, por lo que se utilizan una serie

⁸ Vid. GUTIÉRREZ, F. (1998): “Estrategias de política monetaria para el euro”, *Cuadernos de Información Económica*, nº 134, mayo; p. 86; y WINKLER, B. (2000): “Which kind of transparency?. On the need for clarity in monetary policy-making”. BCE Working Paper, nº 26, agosto; pp. 15-18.

⁹ *Ibidem*.

¹⁰ En general, existe incertidumbre en la relación directa entre los objetivos últimos y los instrumentos de política monetaria, lo que obliga a aceptar una serie de relaciones parciales mediante la inclusión de variables intermedias. Este hecho también permite justificar los problemas que plantea la estrategia de política monetaria en términos de interpretación y de ejecución. Para un análisis más completo véase FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GÁMIR, J.A.; GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): “Política Monetaria...”; *op.cit.*; pp. 34-38.

de variables intermedias entre los objetivos últimos y los instrumentos disponibles; estas variables intermedias actuarán de distintas formas: como objetivos intermedios, variables operativas o indicadores. La aparición de estas variables intermedias hace que aparezcan una serie de relaciones parciales cuya especificación es posible y que conjuntamente dan lugar a la estrategia de política monetaria, a través de la cual se conseguirán los objetivos últimos.

La inclusión de estas relaciones parciales en la estrategia de política monetaria debe cumplir tres condiciones básicas, las cuales determinarán en función de su mayor o menor cumplimiento cuál será exactamente la estrategia de política monetaria utilizada:

- a) Que las autoridades puedan controlar con sus instrumentos monetarios las variables intermedias.
- b) Que la relación entre las variables intermedias y los objetivos finales sean estables y fiables.
- c) Que las autoridades tengan información adecuada sobre las variables intermedias de una forma más rápida que sobre los objetivos últimos.

El análisis que vamos a realizar respecto a la estrategia de política monetaria toma como referencia básica el objeto de esta Tesis Doctoral, es decir, el estudio de la política monetaria única; por ello, al analizar las distintas estrategias de política monetaria existentes vamos a profundizar sólo en aquellas que fueron consideradas como estrategias posibles para la consecución del objetivo de la política monetaria única, la estabilidad de los precios.

En un informe del IME de febrero de 1997¹¹ se señalaba que inicialmente las estrategias de política monetaria examinadas eran las basadas en el establecimiento de objetivos de tipo de cambio, de renta nominal, de tipo de interés, de agregados monetarios y de inflación.

Con el objetivo de evaluar la utilización posible de cada una de ellas, se analizaron los principios generales siguientes:

- Eficacia en el logro del objetivo de estabilidad de precios, es decir, la estrategia debe perseguir el objetivo último de forma efectiva. Es el principio más general.
- Rendición de cuentas: la estrategia debe incluir la formulación y el anuncio de los objetivos, de forma que el banco central pueda rendir cuentas ante el público por sus acciones.
- Transparencia: el proceso de fijación de objetivos y de toma de decisiones debe ser claro para el público.
- Orientación a medio plazo, de forma que se permita alcanzar el objetivo último en el medio plazo, pero permitiendo cierta discrecionalidad en la reacción a las desviaciones a corto plazo del objetivo.
- Continuidad con la práctica de los bancos centrales de los países europeos.
- Coherencia con la independencia de la autoridad monetaria responsable de la política monetaria única.

El resultado de este análisis, junto a las condiciones que inicialmente prevalecieron¹² en la tercera fase, llevó a seleccionar como posibles sólo dos estrategias:

¹¹ Vid. IME (1997): *“La política monetaria única en la tercera etapa: elementos de la estrategia de política monetaria del SEBC”*, febrero. Francfort.

¹² La elección de la posible estrategia de política monetaria debía tener en cuenta el entorno probable en el que debería operar la política monetaria, que entre otros aspectos se caracterizaría por la gran dimensión del área y el mantenimiento de un volumen de comercio elevado entre los países miembros, pero también

la definición de objetivos basados en agregados monetarios que se utilizaban como objetivos intermedios y la definición de un objetivo directo de inflación, actuando el resto de variables como indicadores.

Respecto al resto de estrategias, se consideró que el objetivo de tipo de cambio no era apropiado para un área amplia como se preveía iba a ser el área del euro, debido a que dicha estrategia podría ser inconsistente con el objetivo último de la estabilidad de precios a nivel interno¹³. El tipo de interés, por su parte, no se consideró adecuado por la dificultad en identificar el tipo de interés real de equilibrio que sería consistente con la estabilidad de precios. Por último, el rechazo del objetivo de renta nominal se basó en la nula experiencia de los bancos centrales respecto a esta estrategia y en considerar que sería difícil para la autoridad monetaria del área controlar el PIB nominal dando lugar a errores en la consecución del objetivo último¹⁴.

Centraremos, por tanto, nuestro análisis teórico de la estrategia de la política monetaria en las dos estrategias tomadas como base para la definición de la estrategia de la política monetaria única: estrategia tradicional basada en objetivos intermedios y estrategia directa.

por la existencia de fuertes diferencias estructurales y discrepancias en las políticas económicas aplicadas en ellos.

¹³ No obstante, el tipo de interés a corto plazo debería desempeñar el papel de variable operativa en la instrumentación de la política monetaria única.

¹⁴ Para un análisis más detallado véase IME (1997): “*La política monetaria ...*”; op. cit.; pp. 15-16; KENEN, P. (1998): “Monetary policy in stage three: a review of the framework proposed by the European Monetary Institute”, *International Journal of Finance and Economics*, vol. 3, nº 1, enero; pp. 3-12; y MISHKIN, F. (1997): “Strategies for controlling inflation”, NBER, *Working Paper* nº 6122; pp. 10-32.

3.2.1. ESTRATEGIA BASADA EN LA UTILIZACIÓN DE LOS AGREGADOS MONETARIOS COMO OBJETIVOS INTERMEDIOS

Analizaremos la estrategia tradicional de la política monetaria basada en la utilización de agregados monetarios como objetivos intermedios señalando las principales características y limitaciones existentes ante su aplicación, ventajas e inconvenientes y experiencia reciente en los países que han utilizado esta estrategia.

3.2.1.1. Concepto y características fundamentales

La estrategia de política monetaria basada en la utilización de los agregados monetarios como objetivo intermedio implica, por un lado, la elección por parte de la autoridad monetaria de un agregado monetario que actúe como objetivo intermedio, y por otro, la toma de decisiones de política monetaria sobre la base de la comparación entre el objetivo elegido y la evolución monetaria efectiva.

Tradicionalmente, la definición del objetivo intermedio en términos de un agregado monetario ha sido un componente fundamental en la estrategia de la política monetaria aplicada en la mayoría de los países. Utilizar un objetivo intermedio supone aceptar la dificultad de conseguir el objetivo último de la estabilidad de precios directamente.

Esta estrategia, también denominada estrategia a dos niveles, introduce entre los instrumentos de política monetaria y los objetivos últimos una serie de variables intermedias, las cuales pueden actuar como objetivo intermedio o como variable operativa o incluso como indicadores, de la siguiente forma¹⁵:

¹⁵ Vid. FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GÁMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): “*Política Monetaria ...*”; op. cit.; p. 39.

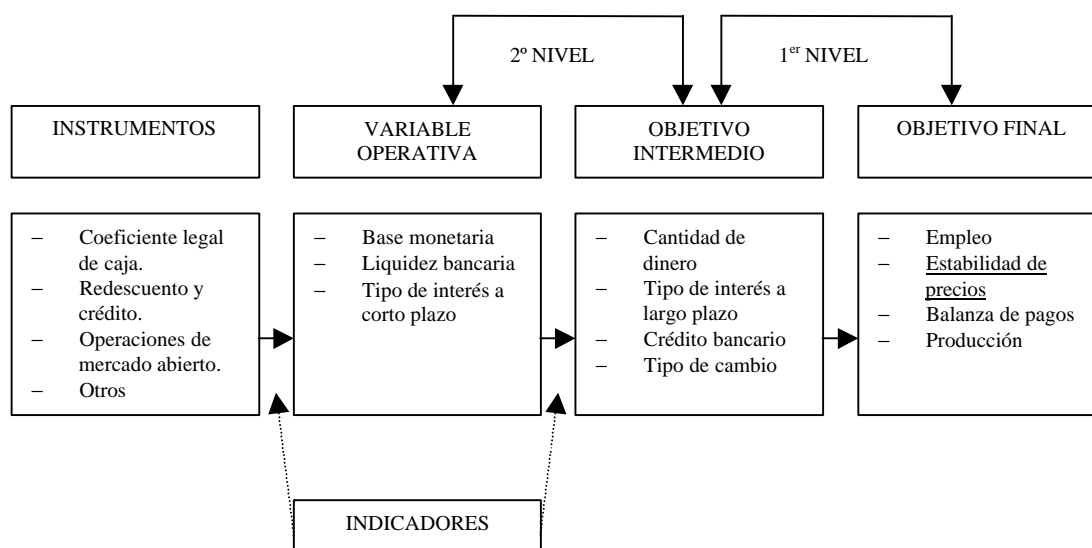
1. Objetivo intermedio: son aquellas variables cuyo control es básico para la aplicación de la política monetaria. Dicho control tiene como fin conseguir una evolución del objetivo intermedio acorde con la consecución del objetivo último.
2. Variable operativa: son variables que facilitan a la autoridad monetaria el control del objetivo intermedio al utilizar directamente sobre ellas los instrumentos monetarios disponibles. A través de estas variables, se realiza un control indirecto sobre la evolución del objetivo intermedio necesario para lograr los objetivos últimos.
3. Indicadores: son un conjunto de variables monetarias y financieras cuya evolución siguen las autoridades para tener una información más completa sobre la realidad de la economía y los mercados. Su utilización es adicional al ejercicio de la política monetaria basado en los objetivos intermedios y las variables operativas, e incluso no limitado exclusivamente a este tipo de estrategia¹⁶.

La política monetaria se instrumenta en dos niveles utilizando estos tipos de variables intermedias en mayor o en menor medida¹⁷, como se observa en el Cuadro 3.1.

¹⁶ Actualmente en la mayoría de los países la estrategia de política monetaria incluye la utilización de indicadores como variables que proporcionan una información completa y adicional que facilita la ejecución de la política monetaria, independientemente de cuál sea su estrategia.

¹⁷ Vid. FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L.,; PAREJO GÁMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): “*Política Monetaria ...*”; op. cit.; p. 29. Un análisis detallado de la estrategia y el papel asignado a cada una de las variables utilizadas se expone claramente en esta obra.

Cuadro 3.1. Estrategia tradicional de la política monetaria



Fuente: FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GÁMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): “Política Monetaria: su eficacia y enfoques alternativos”, Tomo 1. Ed. AC. 1ª edición; p.29.

La adopción por parte de la mayoría de los países de una estrategia a dos niveles coincidió con la aplicación de una política monetaria activa a partir del *shock* del petróleo de 1973. Es en ese momento cuando las autoridades monetarias se plantearon la necesidad de definir reglas precisas y concretas que facilitasen la consecución del objetivo de estabilidad de precios. Con este fin diseñaron la estrategia de la política monetaria introduciendo una serie de variables intermedias que podían actuar como objetivo intermedio, variable operativa o indicador. En los dos primeros casos, las variables se convertían en parte fundamental de la estrategia, mientras que en el caso de los indicadores éstos se convertían en una mera referencia.

Para muchos bancos centrales la elección de esta estrategia ofrecía un esquema relativamente simple y transparente para formular la política monetaria e influir sobre las expectativas inflacionistas de los agentes, proporcionando una referencia clara de sus propósitos.

La elección de las variables a utilizar como variable operativa y objetivo intermedio se centraba en utilizar bien las variables monetarias o bien los tipos de interés. La opción entre ambos se basó, ya desde la década de los años setenta en considerar tanto la capacidad de control de la variable elegida por parte de las autoridades como en la confianza que éstas tuviesen en que la variable elegida era la más adecuada para la consecución del objetivo último. En base a estos criterios, el papel jugado a lo largo del tiempo por las variables monetarias frente a los tipos de interés ha sido fundamental¹⁸.

A excepción de los Países Bajos y Dinamarca, todos los países de la Unión Europea han definido, en algún momento del tiempo, el objetivo intermedio de la política monetaria en términos de cantidad de dinero, aunque cada uno ha escogido el agregado que mejor representaba la relación con el objetivo final.

La tendencia hacia una mayor discrecionalidad¹⁹ en la definición y aplicación de la política monetaria, obligó desde 1987²⁰ a replantear las estrategias de política monetaria que se habían estado utilizando en muchos países, perdiendo importancia el papel jugado por las variables monetarias en las mismas. Los intensos procesos de innovación financiera, la desregulación de los mercados financieros internos y la integración creciente de los mercados de capitales producían fluctuaciones inesperadas

¹⁸ En la última década la importancia para algunos países del objetivo del tipo de cambio ha llevado a adoptar una estrategia de política monetaria más flexible y no limitada únicamente a las variables monetarias. Véase de nuevo, FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GÁMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): “*Política Monetaria ...*”; op. cit.; pp. 42-43.

¹⁹ La tendencia hacia una mayor discrecionalidad buscaba una mayor libertad en la toma de decisiones de política monetaria y mayor facilidad para adaptarse a los cambios bruscos y frecuentes que se estaban produciendo en la evolución de las variables económicas.

²⁰ Hasta ese momento la aparición de discrecionalidad en la toma de decisiones no se había considerado preocupante ya que la inflación había tenido una evolución positiva, pero a partir de ese año aparecen barreras que impiden la reducción de la misma y obligan a frenar el uso de la discrecionalidad en las decisiones de política monetaria.

en la demanda de dinero que perdía su tradicional estabilidad dificultando la aplicación de la política monetaria basada en la utilización del objetivo intermedio en términos de cantidad de dinero.

Esta estrategia, en sentido estricto, implica la toma de decisiones de política monetaria sobre la base únicamente de la comparación entre el objetivo monetario y la evolución efectiva del agregado. No obstante, en la práctica, las estrategias de política monetaria han introducido cierto grado de flexibilidad, por un lado, al utilizar un conjunto de indicadores complementarios, monetarios, económicos y financieros que sirven de guía sobre la evolución real del objetivo monetario y del objetivo último de la estabilidad de precios, y por otro, al definir un objetivo adicional de tipo de cambio para muchos países²¹.

²¹ La participación de los principales países europeos en el Sistema Monetario Europeo obligaba a mantener el tipo de cambio dentro de unas determinadas bandas de fluctuación, condicionando el ejercicio de una política monetaria independiente y autónoma.

Cuadro 3.2. Diseño de la estrategia tradicional adoptada por los países de la UE*

	OBJETIVO ÚLTIMO	OBJETIVO INTERMEDIO	VARIABLE OPERATIVA
ESPAÑA	Alcanzar la estabilidad de precios ⁽¹⁾	ALPs	Tipo de interés a corto plazo y activos de caja
FRANCIA	Estabilidad de precios ⁽¹⁾	M ₃ desde 1991 y tipo de cambio	Tipos de interés
ITALIA	Estabilidad de precios ⁽¹⁾	M ₂ y crédito al sector privado. Tipo de cambio ⁽³⁾	Base monetaria
GRECIA	Énfasis en la estabilidad de precios y equilibrio de pagos exteriores	M ₃	Activos de caja del sistema bancario
HOLANDA	Salvaguardar el valor de la moneda ⁽²⁾	Estabilidad del tipo de cambio y creación interna de dinero	Tipo de interés a corto plazo
BÉLGICA	Estabilidad de precios ⁽¹⁾	Tipo de cambio	Tipo de interés a corto plazo
LUXEMBURGO	Estabilidad de precios ⁽¹⁾	Tipo de cambio	Tipo de interés a corto plazo
REINO UNIDO	Crecimiento del PIB nominal y estabilidad de precios	M ₀ y tipo de cambio ⁽³⁾	Tipo de interés a corto plazo
IRLANDA	Estabilidad de precios y control sobre el tipo de cambio	Tipo de cambio, reservas exteriores y tipo de interés del mercado de dinero	Reservas exteriores y tipo de cambio diarios. Tipo de interés
ALEMANIA	Estabilidad de precios ⁽¹⁾	M ₃ y posteriormente M ₃ ampliada como observación	Tipo de interés a corto plazo
DINAMARCA	Estabilidad de precios y aumento de la producción y el empleo	Tipo de cambio y agregados crediticios en 1991 y 1992	Tipo de interés a corto plazo
PORTUGAL	Solvencia exterior del escudo ⁽²⁾ y estabilidad de precios	Tipo de cambio y activos líquidos netos del sector financiero no residente ⁽³⁾	Reservas líquidas de las instituciones financieras

* No se incluye información sobre el desarrollo de las políticas monetarias para los países que no formaban parte de la UE en el momento del estudio, es decir a principios de la década de los noventa.

⁽¹⁾ Prioridad sobre éste, aunque también se consideraban otros objetivos: crecimiento económico, pleno empleo y estabilidad exterior.

⁽²⁾ Así lo define el contenido de sus Estatutos.

⁽³⁾ La entrada o salida del SME hace que se adopte o se abandone respectivamente el objetivo del tipo de cambio.

Fuente: Elaboración propia a partir de:

- ALGARRA, A. (1994): "La política monetaria en los principales países de la CE: un análisis comparativo". Tesis Doctoral, UCM, Madrid.

- PAREJO GAMIR, J.A., CALVO BERNARDINO, A. y PAUL GUTIÉRREZ, J. (1993): "El sistema financiero en los países de la CE", Ed. AC. Madrid.

En el Cuadro 3.2. se puede ver la definición de la estrategia de la política monetaria aplicada por los países de la Unión Europea hasta comienzos de la década de los noventa, momento en que las condiciones económicas y financieras obligaron a algunos países a adoptar un nuevo planteamiento, es decir, una nueva estrategia de política monetaria.

3.2.1.2. Requisitos necesarios para la aplicación de la estrategia monetaria. Especial referencia a la función de demanda de dinero y al caso concreto de la UEM

Esta estrategia tradicional de la política monetaria, consistente en la definición del objetivo intermedio en términos de un agregado monetario, generalmente la cantidad de dinero, se basa principalmente en la consideración de que la inflación es a largo plazo un fenómeno monetario; es decir, se puede alcanzar la estabilidad de precios controlando el crecimiento de la cantidad de dinero.

Para esto, la relación entre el crecimiento de la cantidad de dinero y la inflación ha de ser estable, o por lo menos predecible. En la práctica, la estabilidad de la relación entre el objetivo último, inflación, y el objetivo intermedio, cantidad de dinero, se garantiza en base a dos condiciones básicas, ya señaladas:

1. La capacidad de control de la variable elegida como objetivo intermedio por parte de las autoridades monetarias, es decir, definir el objetivo, evaluar los resultados obtenidos frente a los inicialmente previstos y actuar de forma adecuada en el caso de desviaciones significativas del mismo, ya que en caso contrario se perjudica directamente el objetivo último de estabilidad de precios.
2. La confianza de las autoridades en la relación existente entre la variable objetivo intermedio y el objetivo último. La relación entre ambas variables debe ser lo suficientemente estable o al menos bastante predecible como para

garantizar la consecución del objetivo último mediante el manejo y control del objetivo intermedio.

Respecto a la capacidad de control de la autoridad monetaria sobre la variable elegida como objetivo intermedio se puede decir que ésta consiste en la capacidad que tiene el banco central para poder influir sobre la evolución de dicha variable²². Una variable puede ser controlable si el banco central conoce con suficiente certidumbre cómo utilizar los instrumentos monetarios que tiene a su disposición con el objetivo de influir o provocar un cambio en la evolución de dicha variable en la dirección e intensidad deseada. Ante desviaciones del objetivo respecto del previamente fijado, el banco central debe analizar las posibles causas de las mismas y decidir si puede admitirlas y acomodarse a ellas o si debe corregirlas. En caso de que las desviaciones deban ser corregidas, el banco central deberá actuar en el menor tiempo posible con el fin de evitar que las desviaciones puedan ser mayores y tener efectos más negativos sobre la economía.

La capacidad de actuar en cualquier momento y rápidamente obliga a la autoridad monetaria a disponer de instrumentos de política monetaria adecuados que pueda utilizar en el corto plazo. Desde esta perspectiva, se puede decir que el control por parte de la autoridad monetaria se ejerce igualmente tanto en el medio y largo plazo como en el corto plazo. Por ello, los activos que formen parte del agregado monetario utilizado como objetivo intermedio deben cumplir unas condiciones de liquidez y rentabilidad adecuadas como para permitir que la instrumentación de la política monetaria transmita sus efectos con la mayor rapidez y eficacia al resto de la economía.

La ausencia de un control apropiado por parte de la autoridad monetaria puede llevar a confusión en el resto de agentes respecto a la importancia del objetivo a

²² Vid. CABRERO, A., ESCRIVA, J.L., MUÑOZ, E. y PEÑALOSA, J. (1998): "*The controllability of a monetary aggregate in EMU*". Documento de Trabajo nº 9817. Servicio de Estudios del Banco de España.

conseguir, ya que cualquier desviación no corregida se puede interpretar como un intento de acomodarse más al objetivo real, alejándonos del objetivo pretendido, o como la incapacidad de control por la autoridad monetaria, y por tanto, incapacidad de corregir la desviación a corto plazo.

En general, la autoridad monetaria ejerce su control principalmente con los instrumentos monetarios que tiene a su disposición y a través de los cuales provoca variaciones en los tipos de interés a muy corto plazo; los efectos de este control se manifiestan directamente en el resto de condiciones monetarias y financieras²³, y en última instancia afectan a la demanda y oferta de dinero existentes en la economía²⁴.

Por otro lado, la utilización de la estrategia monetaria implica que exista una relación estable entre los agregados monetarios que actúan como objetivo intermedio y los objetivos últimos. La estabilidad de esta relación es además necesaria, aunque no suficiente, para facilitar el control del agregado monetario por parte de la autoridad monetaria.

La estabilidad de la función de demanda de dinero es fundamental para que se pueda utilizar la estrategia monetaria. H. Johnson²⁵ a este respecto, señala que “a menos que se pueda demostrar que la demanda de dinero es una función estable de unas cuantas variables clave, la cantidad de dinero será un elemento subordinado y no estratégico tanto en la explicación como en el control de la actividad económica”. La estabilidad o inestabilidad de la demanda de dinero se convierte de esta forma en el factor clave en la

²³ Las variaciones en los tipos de interés pueden influir sobre los incentivos de los individuos para ahorrar o gastar, sobre el tipo de activos preferibles para invertir, sobre la demanda de créditos o sobre el gasto agregado de la economía, entre otros ámbitos.

²⁴ La magnitud y la velocidad del ajuste deseado dependen del conjunto de factores estructurales e institucionales que caracterizan a la economía de un país, es decir, del conjunto de factores que determinan el funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

²⁵ Vid. JOHNSON, H. (1962): “Monetary theory and policy”, *American Economic Review*, junio; pp.335-384.

elección de la estrategia de política monetaria, y la elección en su caso, del objetivo intermedio con el fin de que la política monetaria pueda cumplir el papel estabilizador sobre la actividad económica que le corresponde²⁶.

Si la función de demanda de dinero es estable, pequeñas variaciones en sus factores determinantes²⁷ producirán pequeños cambios en la función de demanda de dinero permitiendo estimar adecuadamente dicha demanda, y fijar el objetivo monetario en términos de oferta de dinero. Si la demanda de dinero es estable y se puede estimar, la estrategia de política monetaria consistirá en determinar el crecimiento necesario en la oferta de dinero para conseguir el equilibrio monetario, es decir, la igualación entre oferta y demanda de dinero.

Si, por el contrario, la demanda de dinero es inestable, la fijación del objetivo en términos de cantidad de dinero no garantiza que se pueda conseguir el equilibrio monetario y en última instancia la estabilidad económica.

El comportamiento de la demanda de dinero está condicionado de modo especial por la velocidad media de circulación del dinero, es decir, el número medio de veces que se utiliza una unidad monetaria para realizar transacciones en un país y en un período de tiempo concreto. Dicha velocidad permite determinar la eficacia con la que se utiliza la cantidad de dinero disponible en la economía.

A priori, y según las tesis más tradicionales neoclásicas dicha velocidad es a corto plazo bastante estable, e incluso admitiendo alguna posibilidad de inestabilidad a corto como señalan los monetaristas, se podría considerar que la demanda de dinero es

²⁶ *Ibíd.*

²⁷ Los factores determinantes que consideramos principales en la función de demanda monetaria son la renta y el tipo de interés. La demanda de dinero depende directamente del nivel de renta e inversamente del tipo de interés.

bastante estable o al menos predecible sin verse influida por las variaciones en la velocidad media de circulación del dinero. Sin embargo, siguiendo las tesis keynesianas, la velocidad media de circulación del dinero a corto plazo sería bastante variable, lo cual dificultaría la estabilidad de la función de demanda de dinero y por tanto la utilización de los agregados monetarios en la estrategia de la política monetaria.

La importancia de esta variable obliga a las autoridades monetarias a realizar un seguimiento de la misma que determine si puede afectar negativamente a la demanda de dinero.

Uno de los factores que ha contribuido en mayor medida a la inestabilidad de la demanda de dinero ha sido el reajuste producido en las carteras del público²⁸ como consecuencia de la aparición de nuevos activos financieros de gran liquidez, y por tanto muy próximos al dinero, que ha obligado a considerar nuevos agregados monetarios que incluyesen dichos activos. Los procesos de innovación financiera por un lado, y de desregulación de los mercados y libre circulación de capitales por otro, han contribuido a fomentar la aparición de estos nuevos activos, que permiten satisfacer la demanda de dinero de los individuos no por motivo transacción, pero sí por motivos precaución y especulación.

Una vez analizadas las exigencias necesarias para poder utilizar la estrategia de política monetaria basada en la utilización de los agregados monetarios y concretamente las dificultades que se plantean en relación a la función de demanda monetaria, vamos a considerar el caso concreto y necesario para el objetivo de esta Tesis Doctoral de la función de demanda monetaria de la UEM.

²⁸ Vid. VEGA, J.L. (1997): “La función de demanda a largo plazo de ALP” en *La política monetaria y la inflación en España*. Servicio de Estudios del Banco de España. Ed. Alianza. Madrid; pp. 121-138.

Desde el momento en que se planteó la posibilidad de realizar el objetivo de Unión Económica y Monetaria y de aplicar una política monetaria única por parte de todos los países participantes, la necesidad de determinar cómo podría ser dicha política y en concreto la estrategia de la misma, llevó a muchos autores a analizar distintos supuestos de la función de demanda de dinero y comprobar su utilización o no en el caso de que la política monetaria única fuese una realidad, es decir, determinar a priori la estabilidad de la función de demanda de dinero y la capacidad de control de la cantidad de dinero por parte de la autoridad monetaria²⁹.

Por esta razón expondremos los estudios más significativos al respecto y sus principales resultados sobre las posibilidades reales que tiene el uso de un agregado monetario concreto como objetivo intermedio para el conjunto de los países de la UEM. A estos efectos, pretendemos exponer los distintos planteamientos iniciales, problemas y decisiones que deben tenerse en cuenta al analizar la estabilidad de la función de demanda de dinero como condicionantes del diseño de la estrategia de política monetaria.

La función de demanda monetaria para el caso de un grupo de países ha sido objeto de análisis teóricos y empíricos por parte de muchos autores, como se observa en el Cuadro 3.3. La mayor parte de estos estudios se han desarrollado en los años previos a la aparición de la UEM³⁰ y se han planteado dos problemas iniciales básicos: el número de países incluidos en el análisis y el método de agregación utilizado.

²⁹ Vid. TRECROCI, C. y VEGA, J.L. (2000): “*The information content of M3 for future inflation*”. BCE. Working Paper, nº 33, octubre; pp. 7-8.

³⁰ El énfasis en el análisis de la función de demanda de dinero para un agregado conjunto durante los años previos a la aparición de la UEM perseguía obtener conclusiones ciertas y fiables sobre la estabilidad de dicha función y la posibilidad, por tanto, de utilizar la estrategia monetaria en la política monetaria desarrollada por el BCE.

Cuadro 3.3. Principales estimaciones sobre la función de demanda de dinero a nivel agregado

ESTUDIO	FECHA	AGREGADO UTILIZADO	Nº PAÍSES
Bekx-Tullio	1989	M ₂	SME-7
Kremers-Lane	1990	M ₁	SME-7
Gurney-Int'Veld	1991	M ₁	SME-4
Artis	1992	M ₁ y M ₂	SME-7 o SME-8
Monticelli-Strauss Khan	1992	M ₃	SME-9
Barr	1992	M ₁	UE-7
Fase-Winder	1993	M ₁ M ₂ y M ₃	UE-11
Monticelli	1993	M ₃ ampliado	UE-9
Cassard	1994	M ₃	SME-6
Wesche	1994	M ₁	UE-4
Fase-Winder	1994	M ₁ y M ₃	UE-10
Fall-Funke	1995	M ₁	UE-3 y UE-7
Monticelli-Papi	1996	M ₁ , M ₃ y M ₃ ampliado	UE-9
Tullio, de Souza y Giucca	1996	M ₁	UE-7
Wesche	1997	M ₃	UE-4
Fase-Winder	1998	M ₁ M ₂ y M ₃	UE-14
Fagan y Henry	1998	M ₃ y M ₃ ampliado	UE-14
Coenen Vega	1999	M ₃	EMU-11
Bruggeman	2000	M ₁ , M ₃ y M ₃ ampliado	UE-8, UE-10 y UEM-11

Fuente: EMI (1997): "Money demand in EU countries". Staff papers, marzo; y BRUGGEMAN, A. (2000): "The first pillar of the single monetary policy and its economic underpinning: long-term money demand in the euro-area", *Revue de la Banque*, nº 2-3; p. 89.

Respecto a la primera de estas cuestiones hay que señalar que los estudios realizados a lo largo de la década de los noventa van desde los supuestos de análisis sobre un número reducido de países, cinco o seis, hasta estudios que incluyen hasta once países como los que inicialmente formaban la UEM. No obstante, en la práctica los resultados obtenidos para grupos de países amplios o reducidos son muy similares³¹.

³¹ Vid. EMI (1997): "Money demand in EU countries". Staff Papers; marzo. No obstante, existen autores como Ramaswamy que abogan porque la estrategia monetaria parece que obtiene mejores resultados que otras estrategias con grupos amplios de países frente a grupos más reducidos. Véase por ello

Por otro lado, los resultados de estos estudios se apoyan en las estimaciones de una función de demanda de dinero conjunta para el grupo de países objeto de análisis. La función de demanda de dinero conjunta se puede obtener de dos formas: mediante combinación de las funciones de demanda de dinero individuales de cada uno de los países o mediante la creación de una función de demanda de dinero a nivel agregado, que surge de aplicar a las variables determinantes la ponderación adecuada al grado de importancia de dichas variables en la función de demanda de dinero de cada país. Esta segunda vía es preferible a la primera, la cual exige para poder combinar las distintas funciones de demanda de dinero que éstas sean muy parecidas, e incluyan las mismas variables relevantes³² e incluso que los agentes reaccionen de modo idéntico³³.

La evidencia empírica reciente muestra que las ecuaciones de demanda de dinero para un agregado de países presentan como mínimo un comportamiento tan bueno como las mejores ecuaciones estimadas para un único país³⁴. Al mismo tiempo, es previsible que este buen comportamiento se acentúe ante la mayor integración económica y financiera derivada de la UEM, que potenciará sobre todo en sus primeros años la diversificación de carteras y que podría provocar una pérdida de estabilidad en las demandas de dinero nacionales, que se compensaría a nivel agregado.

RAMASWAMY, R. (1997): “*Monetary frameworks: is there a preferred option for the ECB?*”. Documentos PPAA. FMI, junio.

³² Vid. SARDÁ, J. (1997): “Una panorámica sobre la demanda de dinero para un agregado de países europeos”, *Información Comercial Española*, n° 765, septiembre; pp. 149-162, y WESCHE, K. (1997): “The stability of European Money Demand: an investigation of M_3H ”, *Open Economic Review*, n° 8; pp. 371-391.

³³ No obstante, también se considera que reducir el comportamiento de la demanda de dinero en varios países a una única función de demanda puede incurrir en una falta de información importante, necesaria para determinar la estabilidad de dicha función. Véase BRAND, C. y CASSOLA, N. (2000): “*A money demand system for euro area M_3* ”. BCE Working Paper n° 39, pp. 7-8.

³⁴ Vid. MONTICELLI, C. (1993): “*All the money in Europe?. Una investigación de las propiedades económicas de los agregados monetarios extendidos para toda la UE*”. BIS Working Paper n° 18.

En relación al agregado monetario utilizado³⁵, algunos autores utilizan agregados estrechos, M_1 o M_2 , mientras que otros utilizan definiciones más amplias, en general M_3 ³⁶ debido a que son expresiones más realistas de la situación monetaria y financiera³⁷. Por otro lado, la mayoría de los autores consideran la demanda de dinero como una función de los precios, la renta real y uno o varios tipos de interés, tanto a corto como a largo plazo³⁸.

Los resultados empíricos obtenidos de las estimaciones realizadas por distintos autores coinciden en afirmar que las ecuaciones de demanda de dinero agregadas para la UEM presentan propiedades estadísticas satisfactorias e incluso demuestran más estabilidad que las estimaciones de demanda de dinero a nivel de cada país³⁹. Se consideran cinco razones básicas que pueden explicar este mejor comportamiento de la función de demanda de dinero agregada⁴⁰:

³⁵ La utilización de un agregado monetario que represente a todo el área sometido a estudio obliga a homogeneizar dichos agregados, para lo cual existen cuatro métodos distintos: utilización de un tipo de cambio fijo, utilización de un tipo de cambio corriente, utilización del tipo de cambio correspondiente a la paridad del poder adquisitivo respecto a un año fijo o utilizar el tipo de cambio de la paridad del poder adquisitivo corriente.

³⁶ Monticelli incluso analiza definiciones más amplias respecto a M_3 que incluyan depósitos transfronterizos.

³⁷ Algunos autores como el citado Monticelli incluyen también en el agregado monetario utilizado los depósitos exteriores, clasificados según la moneda en que estén denominados, la residencia del propietario y la localización de la entidad bancaria. La importancia de este tipo de depósitos es fundamental al analizar la demanda de dinero agregada para los países de la UEM.

³⁸ La consideración de la demanda de dinero en términos nominales permite plantearse la ausencia o no de ilusión monetaria en función de la elasticidad de la demanda de dinero en términos nominales respecto al nivel de precios existente.

³⁹ Existen diferentes análisis respecto a las propiedades de los agregados monetarios y sus implicaciones en la función de demanda de dinero. Véase IVO, A. (1997): "Monetary targeting in the EMU: Lessons from the United States", *Kredit and Kapital*, n° 30, enero; pp. 351-353 y FAGAN, G. y HENRY, J. (1999): "Long-run money demand in the EU: evidence for area-wide aggregates" en Lütkepohl, H. y Wolters, J. (eds) *Money Demand in Europe*, Physica-Verlag; pp. 217-240.

⁴⁰ EMI (1997): "Money demand in ..."; op. cit.; pp. 16-17.

- a) Razones estrictamente estadísticas: la utilización de un agregado conjunto permite compensar los efectos negativos y positivos que aparecen a nivel individual de cada país, y que se manifiestan en los agregados considerados individualmente.
- b) Al utilizar un agregado conjunto desaparecen los efectos derivados de la sustitución de monedas entre los países miembros; efectos que afectan negativamente a la estabilidad de la demanda de dinero a nivel nacional.
- c) La existencia de determinados regímenes cambiarios puede afectar a la evolución del agregado monetario a nivel individual, ya que supone condicionar la política monetaria y por tanto el comportamiento de la cantidad de dinero al cumplimiento del objetivo cambiario, lo que puede generar mayor inestabilidad en la demanda de dinero a nivel nacional.
- d) Por otro lado, la estrategia utilizada en algunos países de la UE ha sido la estrategia monetaria, precisamente por la estabilidad de la función de demanda de dinero a nivel individual; sin embargo, dicha estabilidad no se ha trasladado a los países cuya estrategia se ha basado en fijar el tipo de cambio en relación al de estos países.
- e) La aparición de procesos de innovación financiera en los últimos años ha provocado inestabilidad en las funciones de demanda monetaria a nivel nacional, lo cual no se ha manifestado con la misma virulencia en la función de demanda monetaria conjunta.

Algunos autores señalan una razón adicional que contribuye a que la demanda de dinero agregada sea estable, y es la inclusión de Alemania en la función de demanda de

dinero conjunta⁴¹. Alemania, considerada individualmente, es el país que ha aplicado la estrategia monetaria durante más tiempo, en gran medida por la fuerte estabilidad de su demanda monetaria; este hecho se traslada en gran parte a la demanda de dinero agregada de la UEM⁴².

No obstante, estas razones ejercerán cada vez menos influencia sobre el comportamiento de la función de demanda de dinero y al mismo tiempo aparecerán nuevas fuentes de inestabilidad, sobre todo en los primeros años de funcionamiento de la UEM.

Los estudios más recientes, dirigidos a analizar el comportamiento, bien de los tres agregados monetarios definidos por el BCE⁴³ en su política monetaria, o bien el comportamiento específico de M_3 ⁴⁴, también ponen de manifiesto la estabilidad de los mismos a nivel agregado, justificando así la utilización de ciertos aspectos de la estrategia monetaria como la definición de un valor de referencia concreto respecto al comportamiento del agregado monetario M_3 , como veremos en el próximo capítulo de esta Tesis Doctoral.

Por último, hemos de señalar que también debemos analizar las posibilidades de control del agregado monetario conjunto⁴⁵, y en este sentido debemos centrarnos en la velocidad media de circulación de dicho agregado y en los tipos de interés necesarios

⁴¹ Vid. WESCHE, K. (1997): "The stability of European Money ..."; op. cit.; pp. 388-389.

⁴² Para un análisis detallado del comportamiento de la demanda de dinero en Alemania, así como de su estabilidad y por tanto de su contribución a la demanda de dinero de la UEM véase SCHARNAGL, M. (1998): "The stability of German money demand: not just a myth", *Empirical Economics*, n° 23; pp. 355-370.

⁴³ Vid. FASE, M. y WINDER, C. (1999): "Wealth and the demand for money in the European Union" en Lütkepohl, H. y Wolters, J. (eds) *Money Demand in Europe*, Physica-Verlag; pp. 241-258.

⁴⁴ Vid. BRAND, C. y CASSOLA, N. (2000): "A money demand ...", pp. 7-24, y COENEN, G. y VEGA, J.L. (1999): "The demand for M_3 in the euro area", BCE Working Paper n° 6; pp. 1-29.

⁴⁵ Vid. TRECROCI, C. y VEGA, J.L. (2000): "The information content of M_3 ..."; op. cit.; pp. 9-19.

para ejercer dicho control. La existencia de una función de demanda de dinero estable garantiza que dicho control sea factible, pero será también más lento que en cualquier país a nivel individual, debido a que hay que combinar diferentes sistemas financieros, los cuales todavía no funcionan de forma homogénea y generan más dificultades en la transmisión de efectos a las variables finales de la economía⁴⁶.

3.2.1.3. Ventajas e inconvenientes de la estrategia monetaria

Una vez que ha sido analizada la estrategia monetaria más tradicional en sus características y exigencias más importantes, señalaremos en este nuevo apartado de nuestra Tesis Doctoral las ventajas e inconvenientes que se derivan de su aplicación.

En primer lugar, la estrategia monetaria se justifica por la fuerte relación existente a medio plazo entre la cantidad de dinero y el gasto nominal; de esta forma, la mejor contribución que puede hacer la política monetaria según los defensores de esta estrategia, es determinar el crecimiento monetario coherente con los objetivos últimos, gasto nominal y estabilidad de precios y ello exige la utilización de la estrategia monetaria⁴⁷. Algunos autores también condicionan la utilización de un tipo u otro de estrategia al tamaño del área monetaria surgida; si éste es amplio se piensa que los *shocks* económicos y financieros existentes a nivel individual se internalizan a nivel agregado y dan lugar a una demanda de dinero más estable cuanto mayor sea el número de países implicados, lo que favorecerá la aplicación de las estrategias monetarias⁴⁸.

⁴⁶ Vid. CABRERO, A., ESCRIVA, J.L., MUÑOZ, E. y PEÑALOSA, J. (1998): “*The controllability of a ...*”; op.cit.; pp.9-10.

⁴⁷ Vid. VIÑALS, J. (1998): “*El marco general de la política monetaria única: racionalidad, consecuencias y cuestiones pendientes*”. Documento de Trabajo. Servicio de Estudios del Banco de España; pp. 36-37.

⁴⁸ Vid. RAMASWAMY, R. (1997): “*Monetary frameworks: ...*”; op.cit.; pp. 3-4.

Por otro lado, las estrategias monetarias permiten aprovechar mejor la escasa información disponible gracias a la utilización de variables intermedias entre las variables objetivo y las variables instrumento. La utilización de estas variables hace que aparezcan una serie de relaciones parciales que facilitan el control y evaluación del objetivo último con bastante exactitud. A su vez, la utilización de relaciones parciales permite comprobar los resultados de la aplicación de la estrategia en el momento en que ésta se está llevando a cabo, sin tener que esperar a observar directamente el efecto sobre el objetivo último. En este sentido, se defiende que la estrategia monetaria refuerza la credibilidad de la autoridad monetaria ya que hace recaer la responsabilidad del banco central directamente sobre una sola variable –la cantidad de dinero- que está totalmente bajo su control sin estar influida por factores externos. De esta forma se comprueba que la actividad del banco central es totalmente clara y transparente siendo determinante para la consecución del objetivo último, con lo que queda implicado directamente en el ejercicio de la política monetaria⁴⁹. La actuación del banco central se convierte pues en punto de referencia fundamental para determinar la credibilidad de la autoridad monetaria⁵⁰. Igualmente, facilita la rendición de cuentas o *accountability*, es decir, el hecho de que el banco central esté actuando conforme a la consecución del objetivo último y sea responsable de ello.

Además, la existencia de objetivos intermedios tiene un comportamiento favorable sobre las expectativas y el comportamiento del sector privado⁵¹, que está muy condicionado por la consecución o no de los objetivos de la política monetaria, y,

⁴⁹ Vid. VON HAGEN, J.(1998): “*Money growth targeting*”. University of Bonn, Indiana University, y CEPR; p. 27.

⁵⁰ Vid. RAMASWAMY, R. (1997): “*Monetary frameworks: ...*”; op.cit.; pp. 3-4, y FERDERER, J.P. (1998): “The determinants of monetary target credibility”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 38, nº 4; pp.825-841.

⁵¹ Vid. IME (1997): “*The single monetary policy in stage three: elements of the monetary policy strategy of the ESCB*”. Francfort; pp. 7-8.

gracias a la existencia de objetivos intermedios, se permite a los agentes privados que trasladen antes a sus decisiones los resultados que esté obteniendo la política monetaria.

Como ventaja adicional, algunos autores defienden que la estrategia de objetivos monetarios permite obtener efectos muy parecidos entre los distintos países que la aplican, y en este sentido se pueden heredar los resultados antiinflacionistas conseguidos por Alemania, máximo defensor de este tipo de estrategia. Esto permitiría crear una fuerte reputación antiinflacionista⁵². No obstante, los detractores de estas estrategias se oponen a este argumento señalando que los efectos últimos de la estrategia no dependen tanto de la propia autoridad monetaria sino también de las condiciones monetarias y financieras que caracterizan el funcionamiento de las economías y que por tanto los objetivos finales no tienen porqué alcanzarse en la misma medida⁵³.

Por otro lado, el inconveniente principal⁵⁴ que plantean este tipo de estrategias es su inutilidad en el caso de que no se cumplan los requisitos necesarios para su utilización. Si la función de demanda de dinero no es lo suficientemente estable o las variables implicadas en la estrategia están fuera del control de la autoridad monetaria, difícilmente podrán conseguirse los objetivos pretendidos al utilizar esta estrategia. La incertidumbre existente sobre las propiedades empíricas de la demanda de dinero daña al mismo tiempo la credibilidad de la autoridad monetaria.

3.2.1.4. Resultados de la aplicación de la estrategia monetaria

Como ya se ha expuesto, la utilización de la estrategia de objetivos intermedios en la aplicación de la política monetaria coincidió, en la mayoría de los países, con el

⁵² Vid. VON HAGEN, J. (1998): “*Money growth ...*”; op. cit.; pp. 24-30.

⁵³ Vid. BEAN, Ch. (1998): “Monetary policy under EMU”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 14, nº 3, otoño; p. 43.

⁵⁴ Vid. MISHKIN, F. (1997): “*Strategies for ...*”, op.cit.; p. 21.

ejercicio de dicha política monetaria de forma activa a partir de la década de los años setenta. Las autoridades monetarias se plantearon entonces la necesidad de establecer reglas concretas de actuación para la consecución del objetivo último y dichas reglas dieron lugar a la estrategia monetaria a dos niveles que inicialmente aplicaron la mayor parte de los países más desarrollados⁵⁵.

La evolución de esta estrategia a lo largo del tiempo ha hecho sin embargo que dejase de ser una estrategia “pura” en el sentido de estricta definición y aplicación y que cada vez fuese alcanzando mayor flexibilidad, bien por las necesidades de la propia economía, que demandaba mayor discrecionalidad en la toma de decisiones o bien por el peor funcionamiento de dicha estrategia ante los cambios económicos monetarios y financieros que estaban teniendo lugar. Por otro lado, el tipo de régimen cambiario predominante también ha sido un condicionante fundamental en el desarrollo de las estrategias monetarias; en muchos países, el hecho de fijar el tipo de cambio de su moneda respecto a la moneda de otro país obligaba a importar la estrategia de política monetaria aplicada por éste; la economía era fuertemente dependiente de la economía del país ancla. En este sentido, por ejemplo, la adhesión de la mayoría de los países europeos al SME condicionaba el ejercicio de una política monetaria pura al tener como objetivo adicional el mantenimiento del tipo de cambio dentro de las directrices del SME.

A pesar de sus dificultades, la estrategia monetaria se ha utilizado de forma duradera e intensa en muchos países, siendo Alemania el principal defensor de este tipo de estrategias, ya que la aplicó mientras mantuvo la autonomía en el diseño y ejecución de su política monetaria⁵⁶. Por ello, haremos una breve referencia al desarrollo de la

⁵⁵ Vid. MELCÓN, C. (1994): “Evolución de las estrategias monetarias tradicionales”, *Banca Española*, nº 265; pp. 35-41.

⁵⁶ Vid. VON HAGEN, J. (1998): “*Money growth ...*”; op. cit. pp. 6-24.

política monetaria en Alemania con el fin de obtener ciertos resultados en la aplicación más estricta⁵⁷ de la estrategia monetaria.

Alemania ha utilizado siempre la estrategia basada en objetivos intermedios, definiendo el crecimiento de la cantidad de dinero en términos de un agregado monetario amplio, en general M₃, aunque con carácter informativo el Bundesbank también observaba el comportamiento de agregados más amplios. La razón en que se apoyaba este hecho era la admisión de ciertos episodios temporales de inestabilidad de la función de demanda de dinero⁵⁸ y que requerían la observación de un mayor número de indicadores. A pesar de ello, se puede decir que la función de demanda de dinero se ha comportado en este país de modo bastante estable a lo largo del tiempo, lo que ha facilitado la utilización de esta estrategia. Además, en Alemania dadas las características de su sistema financiero, los problemas asociados con la innovación financiera se han presentado con menor virulencia⁵⁹. Por otro lado, desde el primer momento se definió un nivel de inflación compatible a medio plazo con la estabilidad de precios, el cual ha sido realmente un objetivo implícito junto al objetivo explícito de crecimiento del agregado monetario.

Los resultados obtenidos por Alemania han sido comparativamente desde la década de los setenta los más llamativos, ya que desde el momento en que se empezó a aplicar esta estrategia, la política monetaria se definió como fuertemente antiinflacionista. Como se puede observar en el Gráfico 3.1., los tipos de interés de

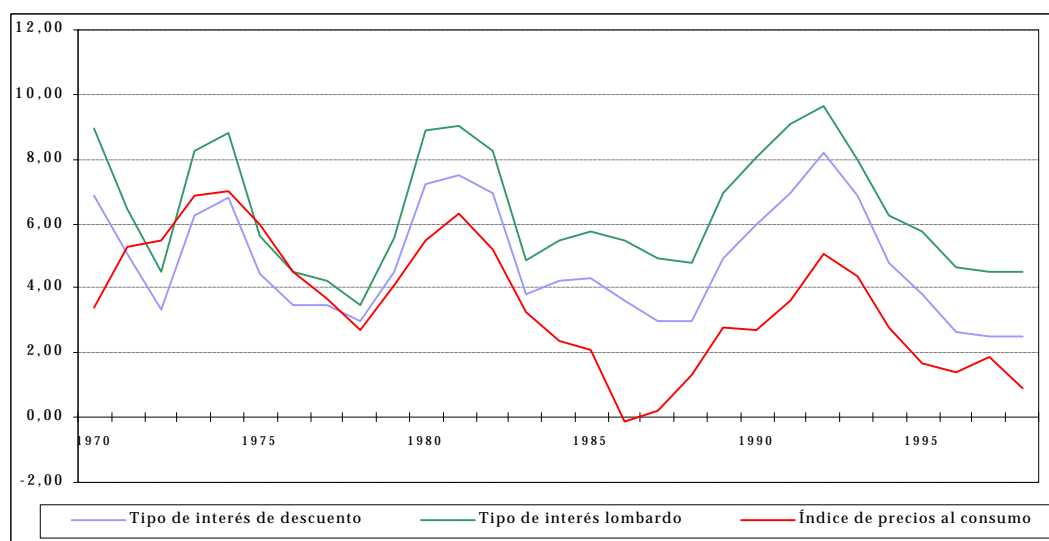
⁵⁷ Al referirnos a la aplicación más estricta de la estrategia monetaria no nos referimos a que ésta se haya desarrollado de forma totalmente pura, ya que se ha visto influida por los mismos condicionantes que han afectado a otros países, sino que nos referimos a que la respuesta dada por la autoridad monetaria a estos cambios siempre se ha guiado por el mantenimiento de la estrategia monetaria.

⁵⁸ Un ejemplo claro de inestabilidad temporal de la función de demanda de dinero en este país tuvo lugar en los primeros momentos de la unificación alemana, donde la tradicional estabilidad de la demanda de dinero empeoró como consecuencia de la utilización de una nueva demanda conjunta resultado de la reunificación.

⁵⁹ Vid. GUTIÉRREZ, F. (1998): "Estrategias de política ..."; op. cit.; pp. 90-92.

descuento y lombardo, tipos oficiales del Bundesbank, fueron fijados en todo el período de análisis, desde 1970, en función de la evolución experimentada por la inflación, comportándose de forma bastante restrictiva a mediados de los setenta y principios de los ochenta y noventa, momentos en los que la inflación se aceleró, e igualmente comportándose de forma más acomodaticia en los períodos donde la inflación se situaba en valores más aceptables, conformes con la estabilidad de los precios.

Gráfico 3.1. Evolución de la política monetaria en Alemania desde 1970
(Tasas interanuales de variación).



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de DEUTSCHE BUNDESBANK: "Boletín mensual y apéndice estadístico", varios años.

En el caso de España, la política monetaria desde 1974 ocupa un papel fundamentalmente activo. Hasta finales de 1994 en España se utilizó la estrategia monetaria, siendo M_3 y M_4 los agregados básicos para determinar el crecimiento de la oferta monetaria. Sin embargo, nuestra participación en el SME nos obligó a adoptar un compromiso adicional de mantenimiento del tipo de cambio dentro de unos límites

previamente fijados⁶⁰. La dificultad que supuso este hecho junto a los procesos de innovación financiera y libertad de movimientos de capital afectaron negativamente a la función de demanda de dinero que perdió su tradicional estabilidad. A partir de 1995, sin embargo, en España se adopta una nueva estrategia, en la que el objetivo intermedio es sustituido por un objetivo directo de inflación, complementado por la evolución de distintos indicadores⁶¹.

En general, la participación en el SME obligó a la mayor parte de los países de la UEM a cumplir el objetivo de mantenimiento de un tipo de cambio estable, lo que dificultó la aplicación estricta de la estrategia monetaria en aquellos países que la estaban utilizando. Este hecho, junto con los factores anteriormente señalados, se tradujo en cambios más o menos radicales en la estrategia de la política monetaria, que dieron lugar a un nuevo diseño de las estrategias de política monetaria aplicadas en los países de la UEM como se observa en el Cuadro 3.4.

Algunos países, como Italia, después de su salida del SME en 1992, evolucionaron hacia un sistema ecléctico, en el que las acciones de la política monetaria eran el resultado del análisis de un amplio conjunto de indicadores, sin que ninguno tuviese un papel predominante.

⁶⁰ Vid. PAREJO, J.A., CUERVO, A., CALVO, A. y RODRÍGUEZ SÁIZ, L. (2001): “*Manual de Sistema Financiero Español*”. Ed. Ariel Economía, 14ª edición y ediciones anteriores. Barcelona; pp. 120-133.

⁶¹ *Ibídem.*

Cuadro 3.4. Diseño de la estrategia aplicada por los países de la UE previamente a su entrada en la UEM*

	OBJETIVO ÚLTIMO	OBJETIVO INTERMEDIO
ESPAÑA	<i>Objetivo directo de inflación e indicadores</i>	
FRANCIA	Estabilidad de precios	Crecimiento M_3 a medio plazo, y endeudamiento total como indicador
ITALIA	Estabilidad de precios	Objetivo de referencia para M_2 e indicadores de tipo de cambio y agregados crediticios
GRECIA	Estabilidad de precios	Crecimiento de M_3 consistente con una tasa de inflación descendente. Desde 1994 más énfasis sobre el objetivo de tipo de cambio.
HOLANDA	Estabilidad de precios	Abandono de objetivo en términos de crecimiento monetario. Objetivo de tipo de cambio.
BÉLGICA	Estabilidad de precios	Tipo de cambio
LUXEMBURGO	Estabilidad de precios	Tipo de cambio
REINO UNIDO	<i>Objetivo directo de inflación e indicadores como M_0</i>	
IRLANDA	Estabilidad de precios	Tipo de cambio
ALEMANIA	Estabilidad de precios	Crecimiento de M_3
SUECIA	<i>Objetivo directo de inflación e indicadores</i>	
FINLANDIA	<i>Objetivo directo de inflación e indicadores</i>	
AUSTRIA	Estabilidad de precios	Vínculo con el DM
DINAMARCA	Estabilidad de precios	Abandono de objetivo en términos de crecimiento monetario. Objetivo de tipo de cambio.
PORTUGAL	Estabilidad de precios	Abandono de objetivo en términos de crecimiento monetario. Objetivo de tipo de cambio.

* Nos referimos a los años previos a la entrada en la UEM en el caso de los países que han accedido a la misma incluido Grecia, desde el año 2001, mientras que para los demás países consideramos que esta estrategia se aplica actualmente.

Fuente: Elaboración propia a partir de: IME, "Informe anual", años 1995, 1996 y 1997 y BCE: "Informe anual 1998".

Podemos concluir, en general, que los resultados obtenidos por ese tipo de estrategias han sido muy importantes en el sentido de conseguir reducciones significativas en la tasa de inflación, mientras éstas han podido aplicarse. El cambio más o menos radical en las estrategias de muchos países, desde principios de los noventa, ha sido una consecuencia de las dificultades en el logro del objetivo último, aunque como observaremos tras analizar la estrategia directa, los determinantes del logro del objetivo de la estabilidad de precios van más allá de la estrategia utilizada.

3.2.2. ESTRATEGIA BASADA EN LA UTILIZACIÓN DE OBJETIVOS DIRECTOS DE INFLACIÓN

La estrategia directa se plantea como una alternativa a la estrategia tradicional analizada anteriormente. Como ya se ha expuesto al referirnos a la estrategia posible que podría adoptar la política monetaria única, cuyo análisis es el objeto fundamental de esta Tesis Doctoral, el antiguo IME redujo a dos estrategias todas las posibilidades previamente seleccionadas. La elección de la estrategia directa como una de las opciones posibles a utilizar por el futuro BCE⁶², confirmaba la relevancia que muchos países ya le habían otorgado desde comienzos de la década de los noventa, momento en que se plantearon cambios en el ejercicio de la política monetaria, siendo uno de éstos, el cambio en la estrategia de la política monetaria utilizada en algunos países.

3.2.2.1. Concepto y características fundamentales de la estrategia directa

En términos generales, la estrategia directa consiste en el seguimiento directo de los objetivos últimos, expresados como rangos concretos para el crecimiento de los precios y anunciados públicamente. El marco de análisis y decisión para la política

⁶² Vid. ARTIS, M. y KONTOLEMIS, Z. (1998): *"Inflation targeting and the ECB"*. European University Institute y CEPR; pp. 2-7.

monetaria tiene como principal aspecto la utilización de un amplio número de indicadores, de los que se pretende obtener información respecto a la evolución de la economía, al grado de restricción monetaria y a las presiones inflacionistas existentes⁶³. Dichos indicadores permitirán determinar las decisiones de la política monetaria considerando las expectativas existentes de inflación futura en relación con el valor anunciado para ella. En la práctica, la estrategia directa se basa en un anuncio hecho por la autoridad monetaria, en el cual se compromete a luchar por mantener la tasa de inflación cercana a un nivel cuantificado y especificado previamente.

La justificación de este nuevo tipo de estrategia de política monetaria se basa en la necesidad de intentar al mismo tiempo, por un lado, superar los problemas y limitaciones a las que se han enfrentado las estrategias tradicionales, debido a los procesos de desregulación, innovación financiera y creciente movilidad de capitales, problemas a los que ya nos hemos referido al analizar la estrategia tradicional; pero por otro lado, también se pretende facilitar la consecución del objetivo de estabilidad de precios, haciéndolo más claro y transparente al estar explícitamente definida la utilización de objetivos directos de inflación⁶⁴. Esta posibilidad supone un avance importante en la evolución de las estrategias de política monetaria adoptadas a lo largo del tiempo⁶⁵.

El cambio a esta nueva estrategia de política monetaria, inicialmente se produjo en Nueva Zelanda y Canadá, países en los que se estableció el objetivo de reducir la inflación en el margen de una banda considerada estable, mediante un proceso de desinflación definido previamente. El éxito en la consecución de este objetivo fue

⁶³ Vid. MELCÓN, C. (1994): “Estrategias de política monetaria basadas en el seguimiento directo de objetivos de inflación”. Documento de Trabajo, nº 9426. Servicio de Estudios del Banco de España; pp. 46-50.

⁶⁴ Vid. KING, M. (1996): “Direct inflation targets” en *Monetary Policy Strategies in Europe*, Deutsche Bundesbank; pp. 45-76.

⁶⁵ Vid. DEBELLE, G. (1997): “Inflation targeting in practice”. Working Paper 97/35. FMI; pp. 4-6.

interpretado por otros países como una nueva posibilidad de llevar a cabo la estrategia de política monetaria, con la diferencia de que en estos países la inflación ya estaba en niveles más o menos bajos, y el objetivo no era tanto reducir ésta, como garantizar la estabilidad de los precios. En el Cuadro 3.5. se observa cuáles fueron estos países y en qué fecha adoptaron la estrategia directa.

Cuadro 3.5. Adopción de la estrategia directa

PAÍSES	FECHA DE ADOPCIÓN
Nueva Zelanda	2 de Febrero de 1990
Canadá	26 de Febrero de 1991
Reino Unido	8 de Octubre de 1992
Suecia	15 de Enero de 1993
Australia	1 de Enero de 1993
Finlandia	2 de Febrero de 1993
España	1 de Enero de 1995

Fuente: ALMEIDA, A. y GOODHART, A.E. (1997): “¿Afecta la adopción de objetivos directos de inflación al comportamiento de los bancos centrales?”, en “*La política monetaria y la inflación en España*”. Servicio de Estudios del Banco de España. Ed. Alianza. Madrid; p. 539.

Además, entre las razones que llevaron a adoptar esta nueva estrategia se puede señalar, la necesidad de reforzar la política monetaria para el logro del objetivo de estabilidad de precios, que se había convertido en un objetivo fundamental y posible para la política monetaria frente a otros objetivos cuya consecución era más difícil⁶⁶. Adicionalmente, el hecho de adoptar un acuerdo concreto para lograr la estabilidad de precios reforzaba la credibilidad y transparencia de la autoridad monetaria, así como facilitaba que ésta garantizase su independencia al instrumentar la política monetaria en base al acuerdo concreto fijado previamente.

⁶⁶ La experiencia ha demostrado que la utilización de la política monetaria a corto plazo para conseguir otros objetivos no siempre ha sido efectiva, e incluso ha sido perjudicial. La influencia sobre las variables nominales por parte de la política monetaria sólo se produce a largo plazo.

Los principios generales de esta nueva estrategia son los siguientes⁶⁷:

- a) El horizonte temporal a medio-largo plazo.
- b) El carácter prioritario de la estabilidad de precios como objetivo frente a posibles interferencias con objetivos de crecimiento o empleo.
- c) La orientación directa al objetivo último, prescindiendo de establecer objetivos intermedios.
- d) La definición precisa de los objetivos últimos, expresada en términos de una tasa (o una banda) concreta de inflación.
- e) Anuncio público.

Estos elementos básicos deben servir a los dos propósitos que persiguen estas estrategias⁶⁸:

1. A *corto plazo* deben proporcionar una valoración adecuada al informar sobre la evolución de la inflación y su reacción ante *shocks* transitorios, para evitar la formación de expectativas erróneas que puedan generar espirales inflacionistas. Esto requiere un análisis continuado y profundo del comportamiento de la inflación y una difusión del mismo entre el público.
2. A *largo plazo* deben transmitir el carácter vinculante del compromiso antiinflacionista de la política monetaria, dotándola de mayor credibilidad, para acelerar la velocidad de ajuste de las expectativas de los agentes y consolidar los descensos de la inflación.

⁶⁷ Vid. MELCÓN, C. (1994): “Estrategias de política ...”; op. cit.; p. 36.

⁶⁸ *Ibidem*, p. 35.

Sin embargo, estos principios plantean problemas. Por un lado, la falta de definición respecto a cómo administrar la capacidad discrecional de las autoridades en el corto plazo frente a la regla establecida para el medio-largo plazo⁶⁹; se impide conocer la función de reacción de los agentes al dejarse indeterminadas las medidas adoptadas por las autoridades y su instrumentación. Por otro lado, tampoco se limita esa capacidad discrecional de las autoridades. Los efectos de estos problemas se manifiestan principalmente en aspectos de credibilidad de la estrategia y, por ello, el conjunto de elementos estructurales de la misma va dirigido a la consecución de una mayor transparencia, disciplina y credibilidad.

3.2.2.2. Aspectos técnicos

El análisis de los aspectos técnicos de la estrategia directa permite señalar las características generales y demás cuestiones relacionadas con la implantación de esta estrategia. Analizaremos la fijación del objetivo la de estabilidad de precios como objetivo último de la política monetaria, el diseño de dicho objetivo estableciendo un valor cuantificado y explícito para el mismo, y la existencia de variables necesarias que actuarán como indicadores globales de la situación económica en general, y monetaria en particular.

3.2.2.2.1. Fijación del objetivo

Respecto a la fijación del objetivo de la estabilidad de precios como fin último de la política monetaria y por tanto como objetivo a conseguir mediante la estrategia directa, se ha de señalar el consenso existente respecto a que la política monetaria tiene efectos principalmente a corto plazo sobre la estabilidad de precios, y desde ese punto de

⁶⁹ La regla se asocia a la definición del objetivo último y a cómo alcanzarlo, mientras el componente discrecional aparece en el marco operativo, en base al seguimiento de un conjunto amplio de indicadores.

vista es difícil diseñar un objetivo distinto para la misma. Es el instrumento que más fácilmente y con mejores resultados actúa sobre el objetivo de estabilidad de precios. Esta elección se justifica entre otras razones por la frecuencia y rapidez de los datos recibidos relativos a la inflación, lo que facilita la evaluación efectiva respecto a las desviaciones y la posibilidad de adoptar las decisiones adecuadas para mantener el objetivo, y por otro lado, por la mejor percepción por parte del público del objetivo de estabilidad de precios, frente a otros posibles objetivos⁷⁰.

Al mismo tiempo, la fijación de más de un objetivo para la política monetaria puede ser inconsistente con el objetivo de estabilidad de precios, por lo menos a corto plazo; por ello, la política monetaria debe conseguir su objetivo primordial contribuyendo al logro de otros objetivos de la política económica, siempre que el objetivo de estabilidad de precios no se vea afectado.

Por otro lado, la fijación del objetivo último, en principio, debería corresponder a la autoridad monetaria; sin embargo, que el banco central no tenga un grado de independencia total para fijar el objetivo último puede ser perfectamente compatible con que dicho objetivo sea definido por parte del gobierno, de forma más o menos explícita⁷¹. Si no existe independencia en los objetivos, tal y como se ha analizado en un capítulo previo, se admite la posibilidad de que el objetivo último sea impuesto al banco central, lo que no debe afectar al grado de independencia instrumental. Independientemente de la institución que fije el objetivo último, éste será la estabilidad de precios, objetivo que en el caso de la estrategia directa se ve reforzado cuando existe consenso entre la autoridad monetaria y la autoridad política.

⁷⁰ Vid. BERNANKE, B. y MISHKIN, F. (1997): "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, nº 2, primavera 1997; pp. 97-116.

⁷¹ Por ejemplo, en Australia, Finlandia y Suecia el objetivo de inflación era determinado por el banco central mientras que en Canadá y Nueva Zelanda eran resultado del acuerdo entre el gobierno del banco central y el Ministro de Finanzas. Véase DEBELLE, G. (1997): "Inflation targeting ..."; op. cit.; pp. 7-8.

3.2.2.2.2. Definición del objetivo

El objetivo último es el elemento reglado de esta estrategia. Su definición pretende ser una referencia cierta tanto para los gestores de la política monetaria, determinando sus decisiones, como para los agentes privados, que evalúan así las conductas de aquéllos.

La definición del objetivo exige determinar varios aspectos: el índice de precios utilizado, el horizonte temporal sobre el cual se especifica el objetivo, el nivel de éste, si es que lo hay, y la banda de desviación admitida respecto al valor central⁷².

3.2.2.2.2.1. ¿Objetivo de tasa de inflación o de nivel de precios?

En primer lugar, planteamos las posibilidades existentes para fijar el objetivo de estabilidad de precios. Este objetivo se puede concretar en la definición de una tasa de inflación, que represente las variaciones en los precios o bien en la definición de un objetivo en términos de niveles de precios⁷³. En general, un rasgo común de los países que han utilizado la estrategia directa es la ausencia de objetivos definidos sobre niveles de precios. La definición del objetivo en términos de tasa de inflación frente al nivel de precios es más habitual porque la variabilidad en la tasa de inflación es menor que las variaciones que pueden tener lugar en los precios directamente, ante *shocks* de oferta imprevistos. El objetivo en términos de niveles de precios está más afectado a corto plazo por este tipo de *shocks*.

⁷² Vid. MISHKIN, F. y POSEN, A. (1997): "Inflation targeting: lessons of four countries", *Economic Policy Review* (Special issue on inflation target), vol. 3, n° 3, agosto; pp. 17-19.

⁷³ Un análisis completo de estas posibilidades se encuentra en SVENSSON, L. (1996): "Price level targeting versus inflation targeting: a free lunch?". Working Paper n° 5719. NBER, agosto; pp. 15-18.

Por otro lado, los objetivos de niveles de precios reducen la incertidumbre existente sobre el nivel de precios futuro, lo que al mismo tiempo les obliga a ser más restrictivos en el ejercicio de la política monetaria cuando se produce una inflación elevada en un período concreto, ya que dicha inflación deberá compensarse en el período siguiente con menor inflación, con el objetivo de mantener el nivel de precios fijado.

En cambio, la definición del objetivo en términos de inflación permite más flexibilidad a la política monetaria, ya que las variaciones en los precios en un período concreto se analizan partiendo de los precios existentes en el período inmediatamente anterior. Al mismo tiempo, la existencia de objetivos de inflación permite analizar una tendencia de comportamiento de los precios.

Algunos autores, sin embargo, plantean que la elección en la definición del objetivo puede ser parte de una estrategia gradual que a corto plazo utilice el objetivo en términos de inflación, y que una vez que éste se haya conseguido, otorgando credibilidad a la política monetaria, se podría avanzar hacia el objetivo definido en términos de nivel de precios, a partir del nivel de precios existente en dicho momento⁷⁴.

3.2.2.2.2. Elección del índice de precios

En general, el objetivo se define sobre la inflación medida por un índice de precios al consumo (IPC). La elección del IPC como índice utilizado se justifica por su

⁷⁴ Vid. ALMEIDA, A. y GOODHART, A.E. (1997): “¿Afecta la adopción de objetivos directos de inflación al comportamiento de los bancos centrales?”, en *“La política monetaria y la inflación en España”*. Servicio de Estudios del Banco de España. Ed. Alianza. Madrid; pp. 550-551.

falta de complejidad técnica, la amplitud de la cesta de bienes con que se calcula, su disponibilidad mensual y su familiaridad con el público, entre otras razones⁷⁵.

El IPC, según estas características, es el indicador más adecuado para contrastar con rapidez los logros de la estrategia de la política monetaria, medir su impacto, y transmitir esta información a los agentes privados. No obstante, también presenta inconvenientes, fundamentalmente debidos a la existencia de sesgos de medición cuyas consecuencias se manifiestan de modo especial en el ámbito operativo, ya que dificultan la identificación de los factores responsables de la aparición de *shocks* en los precios individuales, afectando al nivel de inflación esperada y por tanto a su tendencia observada de comportamiento. Estos *shocks* no pueden ser controlados directamente por la política monetaria y no reflejan las presiones sobre la inflación subyacente, por la que realmente debería preocuparse el banco central.

En este sentido, algunos países utilizan un índice de precios representativo de la inflación subyacente con el objetivo de excluir de los factores determinantes de la tasa de inflación, aquéllos factores explícitos o implícitos no estrictamente monetarios y asociados a cambios en precios específicos⁷⁶. La diferencia entre utilizar un índice puro o un índice de inflación subyacente se basa en la exclusión de dichos factores. Otros países, además, utilizan la tasa media de inflación, que se basa en el análisis de la tendencia de inflación evitando la consideración de los valores extremos.

Todos los países han utilizado en esta estrategia de política monetaria algún tipo de índice de precios al consumo; no obstante, la elección del índice de precios utilizado refleja en gran medida las diferencias metodológicas existentes respecto al cálculo del

⁷⁵ Vid. MELCÓN, C. (1994): “*Estrategias de política ...*”; op. cit., p. 41 y BÄCKSTRÖM, U. (1998): “Five years with the price stability target”, *Quarterly Review*, nº 1; pp. 34-35.

⁷⁶ Vid. DEBELLE, G. (1997): “*Inflation targeting ...*”; op. cit.; pp. 12-13.

IPC entre los distintos países y la sensibilidad relativa de la tasa de inflación medida por la evolución del IPC ante variaciones en cualquiera de sus componentes.

En el caso del Reino Unido, por ejemplo, se utiliza un índice de inflación subyacente en el que se excluyen los costes hipotecarios que se consideran fáciles de identificar y permiten evitar que el banco central deba responder a un mayor aumento en la tasa de inflación respecto a la esperada, como consecuencia no sólo del aumento del tipo de interés a corto plazo, sino también del efecto que este aumento tiene sobre los costes hipotecarios⁷⁷. Esta opción exige un tratamiento diferente de los costes financieros incluidos en el cálculo del IPC.

Otros países, como por ejemplo Canadá y Finlandia, excluyen los impuestos indirectos con el fin de descontar los efectos que se producen a corto plazo derivados de los cambios en la política fiscal⁷⁸. Además, Canadá junto con Australia excluyen los precios de los alimentos y de la energía por considerarlos altamente volátiles a corto plazo. No obstante, algunos países siguen admitiendo estos componentes por considerarlos representativos a medio y largo plazo. Por tanto, la política monetaria para que actúe de modo flexible y pueda acomodar los *shocks* de oferta con el fin de evitar los efectos negativos que éstos tienen sobre la actividad real, debería basarse en un objetivo expresado en términos de alguna medida de la inflación subyacente que excluyese los efectos de este tipo de *shocks*.

No obstante, la utilización de un índice de inflación subyacente también plantea problemas, ya que es menos transparente que la utilización del IPC global, no tiene su simplicidad estadística y amplia aceptabilidad, por lo que un objetivo en términos de IPC subyacente tiende a tener menos impacto en las expectativas del público, aunque sí

⁷⁷ Vid. HALDANE, A. (1995): "Inflation targets", *Quarterly Bulletin*, Bank of England, vol. 35, nº 3, agosto; pp. 255-256.

⁷⁸ Vid. HALDANE, A. (1995): "Targeting Inflation". Bank of England; pp. 7-10.

puede ser utilizado como objetivo intermedio en la consecución del objetivo último de estabilidad de precios; algunos países le atribuyen directamente este papel⁷⁹.

Alternativamente se podría utilizar como índice de precios el deflactor del PIB, que tiene la ventaja de incluir en su cálculo un mayor número de bienes y servicios representativos de la actividad productiva del país, pero que al mismo tiempo supone más dificultades de comprensión por el público. Es un índice que se conoce además con retraso y que varía con frecuencia ya que sus componentes vienen determinados por el volumen de producción de la economía. Por otra parte, a pesar de recoger un número amplio de componentes no se considera adecuado porque carece de determinadas partidas que sí son relevantes para el análisis de la política monetaria.

Se puede concluir pues, que en general, la utilización de un índice de precios al consumo es el indicador que más clara y fácilmente puede medir el objetivo de inflación, pero debería incluir algunas excepciones que justificarían su incumplimiento, y dotarían de cierta flexibilidad a la política monetaria⁸⁰.

3.2.2.2.3. Nivel del objetivo

La fijación del nivel del objetivo a conseguir exige definir qué se entiende por estabilidad de precios. Desde una perspectiva teórica, se podría pensar que la estabilidad de precios se alcanza para una tasa de inflación igual a cero; sin embargo, la mayor parte

⁷⁹ Canadá y Nueva Zelanda utilizan la inflación subyacente como un objetivo intermedio en la consecución del objetivo último de estabilidad de precios. Para ello, la tasa de inflación subyacente debe reflejar el equilibrio entre los factores determinantes de la oferta de la economía excluyendo los impuestos indirectos y los costes hipotecarios en términos de tipo de interés.

⁸⁰ Vid. ALMEIDA, A. y GOODHART, A.E. (1997): “¿Afecta la adopción ...?”; op. cit.; pp. 546-549.

de los economistas están de acuerdo en que la estabilidad de precios supone un nivel positivo, aunque reducido de la tasa de inflación⁸¹.

La consideración de una tasa de inflación positiva se justifica principalmente por los efectos negativos que tendría una tasa de inflación igual a cero ante la existencia de rigideces en el comportamiento de algunas variables nominales⁸². Las rigideces a la baja en los precios y los salarios nominales, con una tasa de inflación igual a cero, trasladan dicha rigidez a la evolución de las variables reales, que sólo podrían reducirse si la tasa de inflación fuese positiva, facilitando el ajuste de la economía, y la reasignación de factores ante situaciones cambiantes. Las rigideces nominales pueden dar lugar a la existencia de *trade-off* entre el nivel de producción y la tasa de inflación, de forma que cuanto más se acerque la inflación a cero, mayor será el coste en términos de producción⁸³.

Al mismo tiempo, los tipos de interés nominales en circunstancias normales no pueden ser negativos, por lo que si la inflación es cero se está condicionando el comportamiento de los tipos de interés reales, obligando a la política monetaria a que éstos no sean negativos y limitando por tanto las posibilidades de utilizar los tipos de interés para estimular el crecimiento económico. En cambio, si se utiliza una tasa de inflación positiva, los tipos de interés reales podrían ser negativos manteniéndose los tipos de interés nominales por encima de cero⁸⁴.

⁸¹ Vid. YATES, A. (1995): "On the design of inflation targets" en A.G. Haldane (ed.) "*Targeting Inflation*". Bank of England; pp. 135-169.

⁸² Vid. HALDANE, A. (1995): "*Targeting ...*"; op. cit.; p. 8.

⁸³ Vid. BERNANKE, B. y MISHKIN, F. (1997): "Inflation Targeting: A New ..."; op. cit.; p. 110.

⁸⁴ Este efecto se denomina *efecto Summers*, ya que fue este autor el que señaló que dado que los tipos de interés nominales son no-negativos, una tasa de inflación igual a cero implicaría que los tipos de interés reales deberían ser también no-negativos, lo que a su vez dificultaría el crecimiento efectivo de la economía.

Por otro lado, definir una tasa de inflación positiva es necesario para poder incluir los sesgos de medición que aparecen en el cálculo del IPC. Estos sesgos son debidos, principalmente, a la sustitución de productos dentro de la cesta de bienes que sirve como base de cálculo del IPC, a los cambios en la calidad de los bienes y servicios incluidos, a los ajustes en la demanda de los consumidores ante cambios en los precios relativos de algunos productos, y a la redefinición periódica de los bienes incluidos en dicha cesta. Son sesgos que existen de forma permanente aunque no se pueden calcular de forma exacta⁸⁵. Las estimaciones realizadas en distintos países señalan que estos sesgos representan aproximadamente entre un 0,5% y un 1% en la tasa de inflación⁸⁶.

No obstante, es aconsejable definir la tasa de inflación a un nivel superior al necesario para cubrir los sesgos anteriores. Por ello, la mayor parte de los países han definido la estabilidad de precios como una tasa de crecimiento interanual de los precios no superior a valores cercanos al 2%⁸⁷.

Por último, para definir la tasa óptima que debe medir el objetivo de estabilidad de precios hay que tener en cuenta los costes del proceso de desinflación existentes. La evidencia empírica muestra que los costes de la desinflación son mayores cuanto más reducido es el nivel de inflación a conseguir; por tanto, una tasa de inflación demasiado baja impondría más dificultades en términos de costes al ejercicio de la política monetaria⁸⁸.

Los beneficios de la definición de la tasa de inflación en un nivel determinado se concretan, por un lado, en la disminución de la incertidumbre debida a la fijación del

⁸⁵ Vid. HALDANE, A. (1995): “*Targeting ...*”; op. cit.; p. 8, y DEBELLE, G. (1997): “*Inflation targeting ...*”; op. cit.; pp. 11-12.

⁸⁶ *Ibidem*.

⁸⁷ Vid. BÄCKSTRÖM, U. (1998): “*Five years ...*”; op. cit.; p. 35.

⁸⁸ Vid. YATES, A. (1995): “*On the design ...*”; pp. 135-169.

objetivo, y por otro, en la percepción de que la evolución de la inflación va a ser más estable una vez que se alcance la tasa de inflación objetivo⁸⁹. No obstante, los objetivos establecidos deben ser realistas tomando como punto de partida la inflación existente inicialmente y diseñando una senda de desinflación gradual que permita reforzar la credibilidad y transparencia de las decisiones de la autoridad monetaria.

3.2.2.2.4. Horizonte temporal del objetivo

La determinación del horizonte temporal en que se ha de conseguir el objetivo depende en gran medida de la tasa de inflación deseada y de su relación con la tasa de inflación inicial. La senda de desinflación y la necesidad de desarrollar ésta mediante un proceso gradual con el objetivo de reducir los costes que puedan surgir de dicho proceso son factores fundamentales a tener en cuenta al determinar el horizonte en que se enmarca la consecución del objetivo.

En general, cuanto mayor sea la tasa de inflación inicial frente a la tasa deseada, mayor horizonte temporal se necesitará para acomodar los efectos de la política monetaria a la consecución de dicha inflación objetivo⁹⁰.

Algunos autores, además, se plantean la posibilidad de distinguir entre el horizonte temporal necesario para conseguir el objetivo y el horizonte necesario para valorar la actuación del banco central, su compromiso con el objetivo y la tendencia hacia la consecución de éste.

⁸⁹ Vid. DEBELLE, G. (1997): “*Inflation targeting ...*”; op. cit.; pp. 11-12.

⁹⁰ Vid. BRUNILA, A. y LAHDENPERÄ, H. (1995): “Inflation targets: principal issues and practical implementation” en A.G. Haldane (ed.) “*Targeting Inflation*”. Bank of England; pp. 119-134.

3.2.2.2.5. Elección entre un valor fijo o una banda de fluctuación del objetivo

El hecho de fijar el objetivo de modo concreto, bien con un nivel o con un intervalo alrededor de dicho nivel, es el mecanismo de disciplina fundamental que permite analizar el grado de cumplimiento de las autoridades, respecto de los objetivos previstos.

La definición del objetivo en un nivel concreto plantea problemas en términos de incertidumbre. La existencia de incertidumbre en el funcionamiento de la economía y la aparición de *shocks* inesperados debido a esta incertidumbre dificultan la valoración de la inflación esperada y por tanto la consecución del objetivo fijado⁹¹. Además, la existencia de retardos temporales difíciles de cuantificar complica el análisis de los efectos de la política monetaria sobre los precios.

Ante esta situación, la opción podría ser definir el objetivo y establecer un intervalo o banda de cumplimiento alrededor del mismo⁹². Dicho intervalo debería tener en cuenta la variabilidad probable y admitida en la tasa de inflación. La existencia de bandas facilita la transparencia porque permite a los agentes privados valorar cuál puede ser la inflación existente teniendo en cuenta el intervalo. También se facilita el control por parte de la autoridad monetaria, que tiene cierta flexibilidad en la toma de decisiones de política monetaria observando la tasa de inflación y su situación respecto del intervalo establecido. No obstante, cualquier desviación del nivel central que no supere las bandas de fluctuación no será corregido inmediatamente.

⁹¹ Vid. BÄCKSTRÖM, U. (1998): "Five years ... "; op. cit.; p. 36-37.

⁹² No obstante, la utilización de un intervalo no tiene porqué acomodar toda la incertidumbre existente e incluso determinados *shocks* imprevistos pueden provocar una tasa de inflación resultante que sobrepase el intervalo.

Las diferencias existentes entre los países respecto a la elección de un nivel concreto⁹³ o una banda alrededor de éste, y en este caso su amplitud, muestran la diversidad de opiniones respecto a las posibilidades de predecir o no la inflación, y la variabilidad mínima que pueda tener. En gran medida, estas diferencias son un reflejo de las preferencias de las autoridades monetarias respecto al comportamiento de la inflación; si definen el objetivo con exactitud será un signo de preferencias muy estrictas sobre la estabilidad de precios; en cambio, si definen un intervalo o banda para la tasa de inflación será porque sus preferencias admiten una variabilidad mínima en la misma; al mismo tiempo, la política monetaria llevada a cabo por esta autoridad monetaria será mucho más flexible y podrá acomodarse a dicha variabilidad⁹⁴.

En el caso de establecer una banda es necesario determinar la amplitud de la misma, lo cual obliga a tener en cuenta otros aspectos del diseño del objetivo como el índice de precios utilizado, el horizonte temporal o la velocidad de aproximación, aspectos analizados en este capítulo.

La elección entre una banda estrecha o una banda amplia refleja, igualmente, la aparición de un *trade-off* entre flexibilidad y credibilidad⁹⁵. Con una banda amplia, la autoridad monetaria tiene más flexibilidad para actuar en la consecución del objetivo ante determinadas desviaciones, y al mismo tiempo no todas las desviaciones deben ser corregidas a corto plazo, sólo aquellas desviaciones que sobrepasen los límites del intervalo⁹⁶.

⁹³ La fijación de un valor concreto para la inflación puede ser también el establecimiento de un límite máximo o superior, el cual no se debe sobrepasar para cumplir el objetivo de estabilidad de precios. Este es el caso de España, que en su aplicación de la estrategia directa de política monetaria a partir de 1995, estableció un objetivo en términos de un crecimiento interanual de los precios inferior al 2%.

⁹⁴ Vid. DOMINGO SOLANS, E. (2000): "Monetary policy under inflation targeting", disponible en la dirección <http://www.ecb.int/key/00/sp001201.htm>, 1 de diciembre de 2000; pp. 2-3.

⁹⁵ Vid. HALDANE, A. (1995): "*Targeting ...*"; op. cit.; p. 7.

⁹⁶ Vid. DOMINGO SOLANS, E. (2000): "Monetary policy ..."; op. cit.; p. 3.

Con una banda estrecha, sin embargo, la flexibilidad se reduce, pero se otorga un mayor grado de credibilidad a la autoridad monetaria, que se ve reforzada en la definición del objetivo y en la consecución del mismo. Los agentes privados captan más fácilmente cuál es el objetivo del banco central y su intención de conseguirlo. No obstante, con una banda estrecha es más fácil incumplir el objetivo y en este caso la pérdida de credibilidad sería mucho mayor que si existiese una banda amplia, la cual no se hubiese superado. Por tanto, en realidad, la decisión respecto a la amplitud de las bandas depende de cómo se valore la efectividad de unos objetivos más ambiciosos con bandas estrechas frente a la credibilidad que puedan tener los objetivos con bandas más amplias, por la probabilidad mayor de que se cumplan⁹⁷.

Por último, hay que señalar que también se admite la posibilidad de definir inicialmente una banda amplia, lo que implica menores costes a corto plazo para mantener la inflación dentro de las bandas, y posteriormente una vez alcanzado el objetivo de estabilidad de precios y la credibilidad en la actuación del banco central, reducir las bandas estrechando aún más la consecución del objetivo. Será más fácil a posteriori reducir la amplitud del intervalo que aumentarla.

3.2.2.2.6. Velocidad de aproximación al objetivo

La velocidad de aproximación viene dada por la fecha límite establecida para la consecución de la estabilidad de precios definida previamente y en algún caso por la senda de reducción progresiva de la inflación, en la que se establecen más o menos etapas intermedias de aproximación al objetivo según el país. La existencia de estas etapas de aproximación pretende contribuir a evitar la acumulación de errores y facilita la evaluación continuada del grado de cumplimiento de las autoridades, lo que tiende a

⁹⁷ Vid. MELCÓN, C. (1994): "Estrategias de política monetaria basadas en el seguimiento directo de objetivos de inflación", *Boletín Económico*, diciembre. Banco de España; p. 29.

prevenir las desviaciones permanentes respecto al objetivo final. La velocidad depende de⁹⁸: 1) la situación económica existente al adoptar la estrategia; 2) la existencia de no linealidades en el proceso de reducción de la inflación; y 3) el *trade-off* entre efectividad y credibilidad de los objetivos. Cuanto más gradual sea la estrategia menos comprometida queda la credibilidad de la autoridad monetaria, pero su efectividad puede quedar más limitada⁹⁹.

Al mismo tiempo, la posible existencia de desviaciones respecto del objetivo de inflación fijado hace que la política monetaria tenga que reaccionar ante éstas, en aras al compromiso de estabilidad. Supone contrarrestar los cambios de carácter permanente que pueden dar lugar a expectativas inflacionistas generalizadas. Por otro lado, existen desviaciones provocadas ante determinadas perturbaciones, con un impacto considerable sobre los precios¹⁰⁰, pero de carácter atípico y no asociado a tendencias inflacionistas persistentes, por lo cual dichas desviaciones son admitidas a corto plazo, ya que modifican la tasa de inflación en un período único. Se delimita claramente qué perturbaciones pueden inducir tal reacción, para evitar interpretaciones erróneas por parte de los agentes privados. Por último, como consecuencia de determinados *shocks*¹⁰¹ que provocan desviaciones en más de un período se puede producir una modificación formal de los objetivos que supone alterar la senda de aproximación a la estabilidad de precios.

⁹⁸ *Ibidem*.

⁹⁹ Véanse en el capítulo anterior los aspectos relativos a la velocidad de desinflación.

¹⁰⁰ No hay que olvidar que el efecto de una perturbación puede afectar o al índice general de precios o a un precio o precios específicos, exigiendo medidas distintas para contrarrestarlos.

¹⁰¹ Este tipo de *shocks* se concretan entre otros en las variaciones en los precios de la energía con efectos prolongados, desastres naturales y otros cambios de carácter estructural.

3.2.2.2.3. El marco operativo

Respecto al marco operativo a través del cual se desarrolla esta estrategia de política monetaria se ha de señalar que para el desarrollo de la misma es necesario procesar la información disponible, a partir de un conjunto de variables, que actúan como indicadores de la situación económica, del grado de restricción monetaria y de las presiones inflacionistas existentes y que por tanto, han de proporcionar la referencia necesaria para llevar a cabo la política monetaria reaccionando ante las presiones que puedan provocar un alejamiento del objetivo¹⁰². Son indicadores globales que han de facilitar el proceso de toma de decisiones. Estas variables se clasifican en tres grupos en función del tipo de información específica que pueden proporcionar¹⁰³, sin que exista ninguna variable predominante frente a las demás.

A) Variables informativas de la coyuntura económica.

Pretenden identificar las perturbaciones que afectan a la economía en el momento presente, y que pueden generar presiones inflacionistas en un futuro próximo. Incluye variables descriptivas de la evolución de la economía real y de sus perturbaciones por el lado de la oferta (crecimiento del PIB, índice de producción industrial, paro, etc.), o de presiones de demanda (“output gap”, déficit público, etc.). También distintas definiciones de índices de inflación subyacente sirven de base para el seguimiento de la inflación a muy corto plazo.

¹⁰² Vid. HALDANE, A. (1995): “Inflation ...”; op. cit.; pp. 252-254.

¹⁰³ Vid. MELCÓN, C. (1994): “Estrategias de política ...”; op. cit.; p. 41 y ss.

B) Variables relacionadas con la formación de expectativas en plazos futuros diversos.

Son variables sensibles a las expectativas, con mayor grado de sensibilidad conforme se aleja el horizonte sobre el que proporcionan información. Para el plazo de un año están, por un lado, las variables que recogen las presiones inflacionistas originadas en el sector real, como el crecimiento de los salarios y los costes, la evolución de los precios de importaciones y exportaciones, etc.; y por otro lado, las variables financieras como los tipos de cambio, los tipos de interés a medio plazo y el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios.

A largo plazo también se tienen en cuenta otras variables financieras como las curvas de rendimiento de los activos, los tipos *forward*, los diferenciales entre tipos de interés nacionales y exteriores, etc. Además las predicciones que proporcionan los modelos econométricos estructurales son utilizados como información sobre la inflación futura.

C) Referencias de la política monetaria a largo plazo.

Son, en algunos países, los agregados monetarios de definición amplia, que son los que aproximan mejor en los mercados financieros desarrollados la variable de liquidez que mantiene una relación estructural con las variables finales. A pesar de la inestabilidad detectada a corto plazo, sí puede anticiparse una ecuación estable a largo plazo.

El empleo de la información proporcionada por los indicadores por parte de los bancos centrales de los países que utilizan la estrategia directa de política monetaria no es uniforme e implica al mismo tiempo un alto grado de discrecionalidad¹⁰⁴.

Dicha discrecionalidad implica que en la mayoría de los países los bancos centrales no hagan pública la función de reacción que utilizan en la aplicación de sus políticas monetarias. Esta función de reacción, en la práctica, está definida con carácter operativo en la mayor parte de los bancos centrales en base a la denominada “regla de Taylor”, que establece la relación entre el tipo de interés de intervención del banco central en función de la tasa de inflación existente más un término constante, que incluye el sesgo de la política monetaria y su intensidad en función de la desviación de la inflación frente a una tasa de inflación objetivo y la desviación entre la producción efectiva y la potencial¹⁰⁵.

La fijación del tipo de interés se convierte pues en la variable fundamental sobre la que va a actuar la autoridad monetaria con los instrumentos que tiene a su disposición y que va a permitir la consecución del objetivo último de estabilidad de precios en un horizonte de medio y largo plazo. El éxito de esta estrategia depende también de la colaboración del resto de instrumentos de la política económica en la consecución de la estabilidad económica necesaria para alcanzar el objetivo de estabilidad de precios.

No obstante, en algunos países, debido a su naturaleza de economías abiertas y pequeñas, el objetivo operativo se establece como una combinación de un tipo de interés a corto plazo y un tipo de cambio efectivo. Si el único objetivo de la política monetaria es el control de la inflación, los bancos centrales deben aceptar el nivel del tipo de

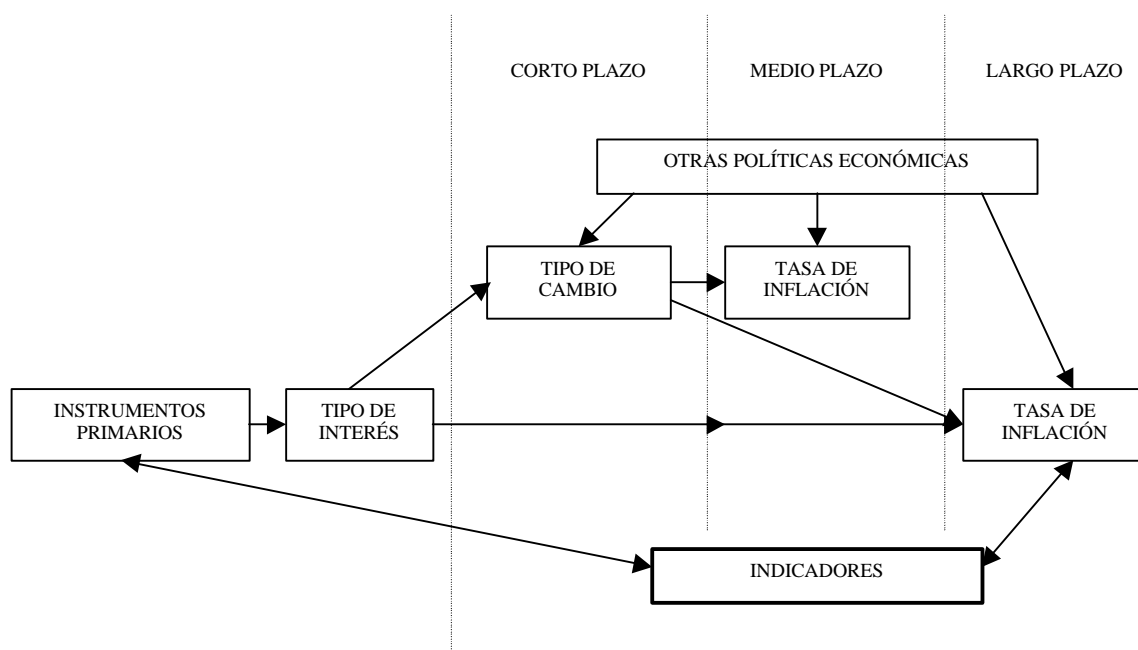
¹⁰⁴ Vid. GREEN, J. (1996): “*Inflation targeting: theory and policy implications*”, FMI Working Paper nº 96/65; pp. 8-9.

¹⁰⁵ Vid. ERIAS, A. y SANCHEZ, J.M. (1998): “*La política monetaria y la política fiscal*”. Ed. Pirámide. Madrid; pp. 189-200.

cambio compatible con el objetivo de inflación, cualquiera que sea dicho nivel, es decir, ante un conflicto entre objetivos interno y externo, se debe renunciar al objetivo externo en aras del objetivo de estabilidad de precios, aceptando las fluctuaciones necesarias para alcanzar un tipo de cambio compatible¹⁰⁶.

El esquema general de aplicación de la estrategia directa de política monetaria se observa en el Cuadro 3.6. que recoge los distintos elementos analizados; requiere tanto de los instrumentos primarios de la política monetaria como de un conjunto amplio de indicadores de referencia.

Cuadro 3.6. Esquema de la estrategia directa de la política monetaria



Fuente: FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GAMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): “Política Monetaria: su eficacia y enfoques alternativos”, Tomo 1. Ed. AC. 1ª edición.

¹⁰⁶ Vid. ALMEIDA, A. y GOODHART, A.E. (1997): “¿Afecta la adopción ...?”; op. cit.; pp. 560-566.

La utilización de una estrategia directa hacia el objetivo de inflación, por otra parte y según algunos autores¹⁰⁷, obliga a asignar un papel especial a las predicciones de inflación.

La existencia de predicciones de inflación permite solucionar algunos problemas que se plantean en este tipo de estrategias, concretamente problemas de implantación y control y mantenimiento de dicha estrategia¹⁰⁸. La implantación de la estrategia directa es difícil porque se tiene un control imperfecto de la inflación, existen retardos duraderos y difíciles de evaluar por la incertidumbre existente respecto a los mecanismos de transmisión, y además existen sesgos en la inflación derivados de los efectos provocados por factores ajenos a la política monetaria estricta. El control y mantenimiento de la estrategia, por su parte, se hace más difícil por la existencia de retardos superiores a los dieciocho meses y por la existencia de perturbaciones en ese período que pueden condicionar los efectos inicialmente pretendidos. Los bancos centrales tienden a argumentar cuando se producen estas desviaciones que son debidas a factores externos sobre los que la política monetaria no puede actuar.

Ante estos problemas, el control y disciplina sobre la actuación de la autoridad monetaria se ve muy reducido, provocando incluso dudas respecto al éxito de este tipo de estrategias. La utilización de predicciones de inflación, más o menos explícitas puede contribuir a solucionar estos problemas, por lo cual se convierte en un objetivo

¹⁰⁷ Vid. SVENSSON, L. (1997): "Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets", *European Economic Review*, vol. 41, n° 6; pp. 1111-1146, CECCHETTI, S. (1995): "Inflation indicators and inflation policy", *Macroeconomics Annual*, n° 10. NBER. Cambridge; pp. 189-219 y SVENSSON, L. (1998): "*Inflation targeting as a monetary policy rule*", Institute for International Economic Studies, Seminar Paper; pp. 15-18.

¹⁰⁸ Para un análisis más detallado de estos aspectos, véanse SVENSSON, L. (1997): "Inflation forecast targeting ..."; op. cit.; pp. 111-1146 y BERNANKE, B. y MISHKIN, F. (1997): "Inflation Targeting: A New ..."; op. cit.; p. 101-102.

intermedio ideal en la estrategia directa de la política monetaria. La consideración de objetivo intermedio ideal se atribuye a sus siguientes características¹⁰⁹:

- Es la variable que tiene una mayor correlación con el objetivo final de estabilidad de precios o tasa de inflación futura.
- Es una variable más controlable incluso que la inflación futura mediante cambios en las condiciones monetarias.
- Es fácil de observar, incluso más que la observación de la inflación futura.
- Puede ser muy transparente, y facilitar por tanto la comunicación del banco central con el público y la comprensión por parte de éste de la política monetaria.

Para ello, las predicciones de inflación deben ser publicadas, lo que obliga al banco central a mejorar continuamente su método de predicción si incurre en errores de predicción sistemáticos.

No obstante, las predicciones de inflación también presentan inconvenientes, ya que no son muy precisas y además la incertidumbre existente respecto a la cuantía y distribución temporal de los efectos de las acciones de la política monetaria impiden actuar de forma rápida y prudente cuando la predicción de inflación deja de ser el valor deseado y se observa que puede perjudicarse el objetivo último. Por esta razón, debemos plantearnos hasta qué punto las predicciones de inflación son buenas para actuar como objetivo intermedio y permitir alcanzar los objetivos de la estrategia directa¹¹⁰.

En gran medida, la aceptación de las predicciones de inflación como elemento fundamental en un esquema de estrategia directa dependerá de que existan buenas predicciones de inflación, con errores de predicción pequeños en relación a la amplitud

¹⁰⁹ *Ibidem*.

¹¹⁰ Vid. ALMEIDA, A. y GOODHART, A.E. (1997): “¿Afecta la adopción ...?”; *op. cit.*; pp. 584-585.

de las bandas consideradas. Los análisis realizados respecto a la calidad de las predicciones sugieren que aunque en el pasado los errores de predicción fueron grandes, en gran medida porque los bancos centrales sobreestimaban o infraestimaban la inflación durante períodos prolongados, la calidad de las predicciones mejora progresivamente con el tiempo según avanza el proceso de aprendizaje¹¹¹.

Este argumento permite apoyar la idea de que en una estrategia directa, el papel jugado por las predicciones de inflación es fundamental, e incluso se le podría atribuir el papel de objetivo intermedio, no sólo implícito, sino también explícito en dicha estrategia.

3.2.2.3. Marco Institucional¹¹²

La estrategia de política monetaria basada en el seguimiento directo de objetivos de inflación es una alternativa a las estrategias tradicionales, pero esto no implica que esté exenta de problemas; derivados por un lado de la no definición de objetivos intermedios, que provocan mayores retrasos en el conocimiento de la información sobre las variables últimas y consecuentemente su interpretación; y por otro, de la existencia de perturbaciones que pueden afectar a la definición del objetivo último, afectando por tanto a los aspectos de credibilidad y disciplina.

La efectividad de una política monetaria para alcanzar sus objetivos aparece ligada en efecto a la disciplina y a la credibilidad en la conducta de sus gestores, requisitos necesarios para poder inducir las correcciones oportunas en las conductas de los agentes¹¹³. Disciplina y credibilidad son aspectos asociados, en una relación

¹¹¹ *Ibidem*.

¹¹² Vid. VIÑALS, J. (1998): “*El marco general ...*”; op. cit.; pp. 10-31.

¹¹³ Vid. HALDANE, A. (1995): “*Inflation ...*”; op. cit.; pp. 254-255.

compleja de causa y efecto. Por disciplina se entiende el grado efectivo de compromiso de las autoridades monetarias para atenerse a los objetivos de política monetaria declarados, y por credibilidad, la probabilidad que a ello otorgan los agentes económicos. Así, la disciplina depende de la voluntad de las autoridades, mientras que la credibilidad es concedida por los agentes económicos, quienes toman como referencia el comportamiento presente y pasado de los gestores, y cualquier otro factor que pueda afectar a su comportamiento¹¹⁴.

Para potenciar ambos factores, una estrategia de política monetaria debe: 1) permitir que los agentes puedan identificar las desviaciones respecto a los objetivos (efecto disciplina) y 2) ser capaz de transmitir al público el compromiso antiinflacionista de la autoridad monetaria (efecto credibilidad)¹¹⁵.

La estrategia directa limita ambos efectos debido a la no existencia de objetivos intermedios definidos y a la discrecionalidad existente en los bancos centrales que utilizan esta estrategia, por lo que se requieren mecanismos de refuerzo de tipo institucional, generalmente a través de disposiciones que limiten las posibilidades de las autoridades para desviarse del objetivo, y tiendan a disminuir las interferencias en la aplicación de la política monetaria. Algunas medidas se centran en dotar al objetivo de la suficiente fuerza legal, lo que supone incluir éste como actuación básica del responsable de la política monetaria¹¹⁶ mediante una declaración formal y expresa del compromiso antiinflacionista.

En la práctica, dicha credibilidad se refuerza con la definición de un objetivo creíble por parte de los agentes privados, que permita tomar este objetivo como

¹¹⁴ Vid. MELCÓN, C. (1994): “Estrategias de política monetaria ...”, op. cit.; pp. 52-57.

¹¹⁵ *Ibíd.*

¹¹⁶ En el caso de España, el responsable de la política monetaria era hasta 1998 el Banco de España, que recogía en su Estatuto la consecución y mantenimiento del objetivo último de la estabilidad de precios.

referencia para formar sus expectativas antiinflacionistas. Para ello, el objetivo de inflación debe estar definido de forma clara y sencilla y ser factible. Al mismo tiempo, los individuos deben conocer las posibles actuaciones del banco central para conseguir dicho objetivo, y poder así evaluar a la autoridad monetaria en el grado de cumplimiento del objetivo último.

La forma de transmitir esta información al público se debe lograr con una mayor transparencia y una mejora en los canales de comunicación con el público¹¹⁷. La estrategia directa está desarrollada de tal forma que hace que el objetivo de estabilidad de precios sea transparente al público, pero en cambio la toma de decisiones de política monetaria no está fijada a priori; por ello, la autoridad monetaria debe informar de cómo está actuando para conseguir el objetivo y al mismo tiempo de las razones por las cuales actúa de una determinada manera¹¹⁸. El público, de esta forma, es consciente, en caso de desviaciones respecto al objetivo, de si el banco central ha actuado consecuentemente para intentar evitar dichas desviaciones, o si éstas han sido producidas inevitablemente por factores no controlables por la política monetaria. Se evita así que la mayor discrecionalidad existente en este tipo de estrategias suponga una mayor relajación de la disciplina de la autoridad monetaria.

Las formas a través de las cuales se puede realizar la comunicación con el público han debido reforzarse ante la utilización de la estrategia directa¹¹⁹, porque bajo un esquema de este tipo, aunque el objetivo esté definido de forma clara, el resultado de las medidas adoptadas por la autoridad monetaria sólo se observa tras un largo período, como consecuencia de los retardos existentes entre estas acciones y su efecto sobre la inflación. Paralelamente al desarrollo de esta estrategia directa, en algunos países han

¹¹⁷ Vid. SVENSSON, L. (1998): “*Inflation targeting...*”; op. cit.; pp. 19-20, y MISHKIN, F. y POSEN, A. (1997): “*Inflation targeting: lessons...*”; op. cit.; p. 18.

¹¹⁸ Vid. GREEN, J. (1996): “*Inflation targeting: theory ...*”; op. cit.; p. 2.

¹¹⁹ Vid. ALMEIDA, A. y GOODHART, A.E. (1997): “¿Afecta la adopción ...?”, op. cit.; pp. 578-581.

aparecido nuevas vías de comunicación cuya función principal ha sido transmitir y explicar de forma clara y precisa las acciones de la política monetaria al resto de agentes privados, con el objetivo de que éstos no sólo las conozcan, sino también las entiendan y acepten como adecuadas para la consecución del objetivo último¹²⁰.

Estos distintos canales de comunicación son, entre otros, los siguientes¹²¹:

- a) Notas de prensa emitidas simultáneamente a la adopción de cualquier medida de política monetaria, permitiendo reducir la incertidumbre sobre la política actual, contribuyendo a reducir la inestabilidad de los mercados financieros y proporcionando una referencia más adecuada sobre las perspectivas de la inflación futura.
- b) Publicación de informes de política monetaria e inflación a través de los cuales se pueda seguir y evaluar la política monetaria desde el punto de vista del objetivo de inflación. Con estos informes se pretenden hacer públicas las perspectivas de inflación y la valoración de las mismas según la autoridad monetaria con el objetivo de educar al público sobre los problemas a los que se enfrenta la política monetaria y sobre la importancia de la estabilidad de precios.
- c) Discursos regulares del gobernador del banco central y otros altos funcionarios, con carácter general o dirigidos a audiencias específicas, que

¹²⁰ Vid. ISSING, O. (2000): “*Communication challenges for the ECB*” disponible en la dirección <http://www.ecb.int/key/00/sp000626-2.htm> de 26 de junio de 2000.

¹²¹ Para un análisis detallado de estos canales véase ALMEIDA, A. y GOODHART, A.E. (1997): “¿Afecta la adopción ...?”; op. cit.; pp. 578-581, aplicable a todos los países con estrategia directa. En el marco del BCE y su política monetaria también se ha puesto especial énfasis en crear un marco de comunicación amplio y coherente que permita a los agentes privados conocer con claridad y sencillez el desarrollo de la política monetaria única. Véase a este respecto BCE (2001): “La política de comunicación del BCE”, *Boletín Mensual*, febrero; pp. 61-64.

permiten transmitir las decisiones de la política monetaria y la importancia de la estabilidad de precios, más directamente reforzando el contacto de la autoridad monetaria con los agentes privados.

En general, la mejora en la información proporcionada por el banco central, en términos cuantitativos y cualitativos, refuerza también la responsabilidad del banco central en el momento de tomar decisiones teniendo como referencia el objetivo último de estabilidad de precios.

Todas las características analizadas en el marco institucional de la estrategia directa son fundamentales para el desarrollo de la misma, pero también suponen un refuerzo del papel realizado por los bancos centrales independientemente de la estrategia de política monetaria utilizada, tal y como se ha analizado en el capítulo segundo de esta Tesis Doctoral.

3.2.2.4. Ventajas e inconvenientes de la estrategia directa

El análisis de la estrategia directa hacia el objetivo de estabilidad de precios nos obliga a detenernos en las ventajas e inconvenientes principales de este tipo de estrategias¹²².

3.2.2.4.1. Ventajas

Las ventajas de la estrategia directa se asocian a los efectos derivados de sus aspectos formales más característicos: el carácter estructurado con que se exponen ante

¹²² Vid. MISHKIN, F. (1997): “*Strategies for ...*”, op. cit.; pp. 22-28.

los agentes, el apoyo en los mecanismos institucionales y la presentación conjunta con un programa de políticas estructurales y de reforma.

Entre las ventajas de dicha estrategia destacan especialmente dos¹²³:

- Permite adoptar un ancla nominal para las expectativas de inflación y al mismo tiempo proporciona el mecanismo de coordinación efectivo tanto para los agentes que fijan precios y salarios como para los operadores en los mercados financieros¹²⁴.
- Esta estrategia hace al banco central directamente responsable ante la opinión pública.

Si el banco central desarrolla una política discrecional, como hemos señalado que es su tendencia en los últimos años, el sector privado no puede entender la orientación y las consecuencias de la política monetaria y por tanto el proceso de formación de expectativas resulta complicado y la incertidumbre sobre la inflación futura es mucho más elevada. Al mismo tiempo, el comportamiento del banco central es más difícil de evaluar. La utilización de la estrategia directa aporta el punto de referencia fundamental por un lado, para poder simplificar el proceso de formación de expectativas de los agentes privados, y por otro, para responsabilizar directamente al banco central de los resultados de la política monetaria¹²⁵.

Adicionalmente, se señalan otras ventajas¹²⁶:

¹²³ Vid. ALMEIDA, A. y GOODHART, A.E. (1997): “¿Afecta la adopción ...?”; op. cit.; pp. 578-581.

¹²⁴ Vid. BERNANKE, B. y MISHKIN, F. (1997): “Inflation Targeting: A New ...”; op. cit.; p. 108.

¹²⁵ *Ibíd.*, pp. 106-108.

¹²⁶ Vid. GUTIÉRREZ, F. (1997): “La política monetaria tras la Ley de Autonomía del Banco de España”, en “*La política monetaria y la inflación en España*”; Servicio de Estudios del Banco de España. Ed. Alianza. Madrid; pp. 253-296.

- a) La percepción generalizada en la sociedad tanto de los efectos positivos de la estabilidad de precios como de la independencia del banco central que reduce el riesgo de que la estrategia de política monetaria, que en principio permite una política monetaria con mayor discrecionalidad a corto plazo, lleve a un relajamiento excesivo en ella.

- b) Una vez que el banco central se define como responsable de alcanzar el objetivo primordial de la estabilidad de los precios, la utilización del seguimiento directo del objetivo de inflación contribuye a hacer más transparente el curso de la política monetaria. Los agentes tienen más facilidad para evaluar el grado de cumplimiento de los objetivos del banco y las acciones que éste toma.

- c) Al mismo tiempo, esta estrategia permite reforzar la credibilidad de la autoridad monetaria, gracias a la transparencia existente en condiciones adecuadas y estando el banco central sometido a la restricción de seguir una política coherente con el objetivo de estabilidad de los precios. Dicha credibilidad se trasladará a las decisiones de los agentes privados que tendrán en cuenta la política monetaria aplicada y permitirá disminuir los costes de reducción de la inflación y mantener ésta en los niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

3.2.2.4.2. Inconvenientes de la estrategia directa

La utilización de la estrategia directa también presenta inconvenientes al funcionamiento de la política monetaria¹²⁷:

¹²⁷ Vid. MELCÓN, C. (1994): “Estrategias de política ...”; op. cit.; pp. 33-34.

-
- El principal inconveniente, al que ya nos hemos referido tanto al analizar los aspectos técnicos como el marco institucional de esta estrategia, se debe a la generalizada utilización de un índice de inflación y no de una variable de precios para definir la estabilidad monetaria, en la medida en que las perturbaciones no anticipadas inducen desviaciones respecto al objetivo, y ello puede hacer peligrar la credibilidad y disciplina de la autoridad monetaria.
 - La orientación directa hacia el objetivo último prescindiendo de niveles intermedios supone que esta estrategia se ve más afectada de forma negativa por los retardos con que se obtiene la información relativa a las variables últimas, por la incertidumbre asociada a su interpretación y por el retraso con que la política monetaria incide sobre los precios.
 - El elevado grado de indefinición en la existencia y el nivel de variables intermedias plantea dificultades en el marco operativo, tanto en las decisiones adoptadas como en la instrumentación de las mismas, dejando un amplio margen de discrecionalidad a las autoridades, que en caso de que no actúen de forma consecuente puede poner en peligro la credibilidad.
 - Además, según el criterio de controlabilidad no está muy claro que los bancos centrales puedan ejercer un mayor control sobre la inflación que sobre los agregados monetarios, con lo cual la fijación de objetivos directos de inflación no supone una ventaja en este ámbito frente a la estrategia tradicional.
 - El banco central asume el seguimiento directo de la inflación como un compromiso formal en relación con una variable que no puede controlar directa y totalmente, en especial a corto plazo, que generalmente es el horizonte temporal utilizado para la evaluación de la política monetaria por los agentes económicos. Este hecho puede disminuir de nuevo la credibilidad de la autoridad monetaria, para lo cual se plantea la posibilidad de establecer las desviaciones admisibles sin que se evite cierta pérdida de credibilidad.

Ante estos inconvenientes, que hacen peligrar la disciplina y la credibilidad de la autoridad monetaria se plantea que para poder utilizar la estrategia directa de modo eficiente es necesario establecer mecanismos de refuerzo sobre los aspectos institucionales de la misma.

3.2.2.5. Resultados obtenidos en la aplicación de la estrategia directa

El análisis de los resultados obtenidos en la aplicación de la estrategia directa nos obliga a plantear los aspectos fundamentales de dichas estrategias en cada uno de los países que las ha utilizado. Lo que distingue a este grupo de países de otros donde la estabilidad de precios también es el único objetivo de la política monetaria es la existencia de un compromiso oficial por parte de las autoridades monetarias para conseguir un objetivo de inflación, numéricamente cuantificado y claramente definido, junto con la ausencia de cualquier objetivo intermedio¹²⁸. El Cuadro 3.7. resume estos aspectos.

¹²⁸ Vid. ALMEIDA, A. y GOODHART, A.E. (1997): “¿Afecta la adopción ...?”; op. cit.; p. 537.

Cuadro 3.7. Aspectos técnicos de la estrategia directa aplicada en ocho países

País	Fecha de adopción	Índice de precios	Excepciones	Objetivo inicial (en porcentaje anual de inflación)	Objetivo actual (en porcentaje anual de inflación)	Horizonte
Australia	1993	IPC subyacente (excluyendo fruta, verduras, gasolina, costes de interés, precios del sector público y otros precios volátiles)	Ninguna	2% - 3%	2% - 3%	Inmediato
Canadá	1991	IPC y se observa con especial atención el IPC subyacente	Aumentos en los precios del petróleo y desastres naturales	2%	1% - 3%	12 meses
Finlandia	1993	IPC subyacente (excluyendo efectos de impuestos indirectos, subsidios y costes de capital asociados a la vivienda)	Ninguna	Alrededor del 2%		Inmediato
Nueva Zelanda	1990	IPC	Cambios en los tipos de interés y tasas públicas, en precios del sector exterior, costes de intereses y desastres naturales.	0% - 2%	0% - 3%	12 meses
España	1995	IPC	Excepciones genéricas (Ej.: el papel de la política fiscal y comportamiento salarial)	Menos del 3%		1997-1998
Suecia	1993	IPC	Sesgos de calidad	2% +/-1%	2% +/-1%	Inmediato
Reino Unido	1992	RPIX (RPI excluyendo pagos de interés por hipotecas)	Efectos impuestos indirectos, subsidios y costes de intereses.	Hasta 1997: 1% - 4%;	2,5%	Anual

Fuente: ALMEIDA, A. y GOODHART, A.E. (1997): “¿Afecta la adopción de objetivos directos de inflación al comportamiento de los bancos centrales?”, en “*La política monetaria y la inflación en España*”. Servicio de Estudios del Banco de España. Ed. Alianza. Madrid. Además, la situación actual se ha obtenido directamente de la información respecto a la aplicación de la política monetaria en cada uno de los países citados, que sus Bancos Centrales mantienen en la red Internet.

En general, se puede observar que la mayoría de los países utilizan un índice de precios al consumo, como ya se había señalado al analizar los aspectos técnicos de la estrategia. Este índice en algunos países toma la forma de índice de precios de consumo subyacente y en otros recoge ciertas excepciones. Respecto al nivel del objetivo, éste se sitúa alrededor del 2%, nivel que hemos considerado adecuado, bien en forma de nivel concreto o de banda de fluctuación.

En principio, los resultados de la estrategia de seguimiento directo de los precios en términos de reducción y contención de la inflación en los países que la han aplicado parecen ser positivos¹²⁹. En ninguno de estos países existía una reputación antiinflacionista previamente acreditada y tras un período de aplicación de esta estrategia la inflación ha conseguido tasas muy reducidas. Sin embargo, esta valoración puede ser excesiva si se considera que esta estrategia se ha aplicado en un marco de acuerdos institucionales y políticas de reforma estructural, que han facilitado la consecución de resultados favorables en términos de inflación. No obstante, la estrategia se ha aplicado en estos países por diferentes motivos y en contextos diferentes, lo que hace que el mayor o menor éxito dependa en cada uno de estos países, en mayor o menor medida, de uno u otros factores¹³⁰. Por ejemplo, en el Reino Unido no ha sido tanto consecuencia de esa combinación de reformas estructurales y política fiscal, como de los efectos de modificación del régimen cambiario o la recuperación de autonomía en la política monetaria.

Además, la coyuntura recesiva del período considerado, ha favorecido el descenso de la inflación, no sólo en los países de la UE que han aplicado una estrategia directa, sino en general en todos, aunque en estos últimos el proceso de reducción haya

¹²⁹ Vid. LAUBACH, Th. y POSEN, A. (1997): “*Some comparative evidence on the effectiveness of inflation targeting*”, Federal Reserve Bank of New York, Research Paper, nº 9714; pp. 28-29.

¹³⁰ En MELCÓN, C. (1994): “*Estrategias de política ...*”; op. cit.; se analiza con detalle la implantación de esta estrategia directa en el Reino Unido y en Suecia.

sido más gradual. Considerar esta estrategia como una alternativa posible se basa en su capacidad potencial para contener las expectativas inflacionistas, al anunciarse públicamente unos objetivos de precios concretos, siempre que dicha política sea suficientemente creíble por el resto de agentes. Es una opción adecuada en algunos países, en los que la referencia interna que proporcionaban los agregados monetarios ha perdido validez o en los que la inestabilidad de los mercados financieros y cambiarios ha obligado a renunciar a estrategias previas vinculadas al tipo de cambio¹³¹.

El proceso de reducción de la inflación tiende a ser más rápido e incluso de mayor magnitud en los países en cuyo esquema de aplicación de esta nueva estrategia, el cambio respecto a las prácticas de política monetaria previas¹³² ha sido más completo y más patente. Este esquema exige: 1) la aceptación de un objetivo preciso, 2) el establecimiento de plazos razonables para alcanzarlo y 3) un compromiso de las autoridades para el desarrollo de la estrategia a lo largo de un período relativamente prolongado. Se señala el efecto que provoca el factor anuncio¹³³ en este tipo de estrategias, en el sentido de que simplemente la intención que existe de conseguir ciertos objetivos será tomada en cuenta por los agentes al otorgar la credibilidad necesaria que contribuye a su cumplimiento. El éxito de esta estrategia depende de que exista un alto grado de sintonía entre el conjunto de las autoridades, de forma que se desarrolle una combinación de políticas económicas adecuada para la consecución de objetivos de inflación, lo que supone un mayor compromiso, que a su vez será más difícil de alcanzar. El desarrollo de esta estrategia en un marco de reformas estructurales y otras

¹³¹ Vid. KING, M. (1995): "Do inflation targets work?", *Quarterly Bulletin*, vol. 35, nº 4, noviembre; pp. 392-394.

¹³² Por ejemplo, en Nueva Zelanda la inflación interanual descendió en un año y medio a partir del primer anuncio de objetivos directos, desde el 8% al 1,8%; en Canadá desde el 6,2% al 1,5% en seis meses; y en el Reino Unido desde el 3,6% al 1,8% en cuatro meses.

¹³³ En todos los países analizados excepto en Suecia, el simple anuncio contribuyó a reducir la tasa de inflación. En Suecia la tasa de inflación en 1993, momento del anuncio, aumentó hasta el 4,7 respecto del año anterior, y sólo a partir de 1994 empezó a reducirse hasta el 2,4. Vid. MELCÓN, C. (1994): "Estrategias de.."; op. cit.; pp. 69-122.

políticas que hay que tener en cuenta, permite una mayor flexibilidad, que es necesaria para contrarrestar las perturbaciones a que está sometida toda economía.

A la vista de lo expuesto, no se puede concluir que una estrategia de política monetaria basada en el seguimiento directo de un objetivo de precios, permita obtener resultados más positivos en la lucha antiinflacionista¹³⁴. Su aplicación reciente hace que el período de estudio no sea suficientemente amplio como para obtener resultados concretos y una opinión inamovible. Además, como ya se ha dicho, la tendencia de reducción de la inflación no sólo se ha producido en estos cuatro países sino en general en todos los países de la UE, aproximadamente con la misma intensidad, aunque en principio la adopción de un objetivo directo de inflación genera expectativas de menor inflación futura, lo cual puede facilitar el proceso desinflacionista haciéndolo más rápido y/o menos costoso¹³⁵. Igualmente, se puede apreciar una reducción más fuerte en los países que partían de niveles más altos en la tasa de inflación a principios de los noventa. En general, estas reducciones de la tasa de inflación han permitido una mayor convergencia en los niveles de inflación de los países de la Unión Europea.

¹³⁴ Esta opinión es compartida por el Servicio de Estudios del Banco de España que, en un estudio realizado sobre este tema centrado en analizar la eficacia de la nueva estrategia, afirma que los resultados, principalmente en materia de adaptación de los tipos de interés para la prevención de posibles riesgos inflacionistas, no son concluyentes, lo cual impide afirmar que esta estrategia sea mejor desde el punto de vista de la eficacia; no obstante, este resultado queda matizado por la corta experiencia de que se dispone. Véase al respecto, BANCO DE ESPAÑA (1997): “*La política monetaria y la inflación...*”. Madrid; pp. 42 y 43.

¹³⁵ Vid. ALMEIDA, A. y GOODHART, A.E. (1997): “¿Afecta la adopción ...?”; op. cit.; pp. 592-600.

3.3. LOS INSTRUMENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

La instrumentación de la política monetaria constituye el marco operativo de la misma, una vez que ha sido definida la estrategia a aplicar. La utilización de los distintos instrumentos de política monetaria permite a la autoridad monetaria influir sobre las variables que ha considerado relevantes en su estrategia, de forma que se consiga el objetivo último de la estabilidad de los precios.

En este sentido, junto a la labor realizada por el antiguo IME respecto a las posibles estrategias de política monetaria que se podrían utilizar en la tercera fase, también se realizó un trabajo de análisis sobre la instrumentación desarrollada por los países de la UE, de forma que se pudiesen obtener unas características claras sobre cuáles deberían ser los instrumentos utilizados en el marco de la UEM, intentando uniformar posturas ante la gran heterogeneidad existente, no sólo por la variedad de instrumentos sino también por el grado de importancia atribuido a cada uno de ellos en los distintos países. Este análisis se centró principalmente en los instrumentos primarios de la política monetaria, ya que se consideraba que su actuación sobre las variables relevantes es más directa y de mayor importancia que la de los instrumentos cualitativos.

Resumiremos de forma sintética cada uno de estos instrumentos, a través de sus características principales, expuestas en el Cuadro 3.8. Igualmente, en el Anexo 1 de esta Tesis Doctoral se expone la utilización de estos instrumentos de política monetaria en cada uno de los países de la UE, previamente a la aparición de la UEM. No obstante, a pesar de la heterogeneidad existente respecto a los instrumentos de política monetaria en ellos utilizados, la elección de los mismos para la política monetaria única debe guiarse por un conjunto de requisitos básicos¹³⁶:

¹³⁶ Vid. MENKHOFF, L. (1997): “*Monetary policy instruments for European Monetary Union*”. Springer-Verlag. Berlín, y FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GÁMIR, J.A., GALINDO

- El diseño de la política monetaria, en términos de la definición del objetivo último, y la articulación de la misma para la consecución de éste. Los instrumentos deben ser adecuados para facilitar un control eficiente de la variable instrumental elegida.
- Dicha elección se debe basar también en la experiencia existente en los distintos países respecto a la eficacia de dichos instrumentos en la consecución de los objetivos de la política monetaria.
- Deben estar diseñados de acuerdo a la disciplina del mercado y a las características de los sistemas financieros existentes en cada país, favoreciendo los mecanismos de funcionamiento de dicho mercado, y por tanto la libre formación de los precios.
- Se debe tener en cuenta igualmente la estructura gubernamental del país y la influencia de la toma de decisiones políticas en los mercados monetarios y financieros, ya que pueden condicionar los movimientos del mercado, favoreciendo más ciertos tipos de operaciones realizadas por la autoridad monetaria.
- Los instrumentos deben estar diseñados además de forma sencilla, con el fin de transmitir más claramente las decisiones últimas de la política monetaria, buscándose al mismo tiempo la flexibilidad y simetría, para adaptarse a las continuas situaciones cambiantes que demanda una economía.

Cuadro 3.8. Instrumentos primarios de política monetaria.

INSTRUMENTO	TIPOS	DEFINICIÓN	OBJETIVOS	CARACTERÍSTICAS	FINALIDAD	ACCIÓN CONCRETA	
						Inyección de liquidez	Absorción de liquidez
OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Títulos en firme ▪ Operaciones con pacto de recompra ▪ Swaps de divisas 	Compra y venta de fondos públicos por el BC	<p>Gestión eficiente de la liquidez</p> <p>Enviar señales al mercado sobre la orientación de la política monetaria</p>	<p>Gran flexibilidad en la cuantía y dirección de estas medidas.</p> <p>Se realizan a iniciativa del BC.</p> <p>Actuación rápida del BC</p> <p>Instrumento más eficaz</p>	<p>Inyección y absorción de liquidez.</p> <p>Excepcionalmente, se utilizan con fines de ajuste</p>	<p>Compra de títulos a corto plazo.</p> <p>Compra de valores a largo plazo</p>	<p>Venta de títulos a corto plazo</p> <p>Venta de valores a largo plazo</p>
FACILIDADES PERMANENTES	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Refinanciación marginal a tipo penalizador. (Política de redescuento) ▪ Créditos a ti menores a los de mercado. (Política de crédito) ▪ Facilidades de depósitos 	Facilidades que proporciona el BC a las entidades para concederles financiación o canalizar sus excedentes de liquidez.	Facilitar el funcionamiento del sistema de pagos	El BC impone las condiciones, pero es poco flexible ya que depende básicamente de la actuación de las entidades.	Inyección y absorción de liquidez	<p>Reducción del tipo de redescuento o del tipo de interés del crédito.</p> <p>Aumento del volumen de letras admitidas a redescantar.</p>	<p>Aumento de los tipos de redescuento y del crédito</p> <p>Incentivos a la facilidad de depósito</p> <p>Reducción del volumen de letras a redescantar</p>
RESERVAS MÍNIMAS		Establecimiento de un coeficiente, por el que las entidades mantienen cierto porcentaje de sus depósitos en forma líquida	<p>Aumentar la demanda de activos por parte de los bancos</p> <p>Estabilizar los tipos de interés a corto plazo</p>	<p>Acción discontinua</p> <p>Remunerado o sin remunerar</p>	Inyección y absorción de liquidez	Reducción del coeficiente de caja	Aumento del coeficiente de caja

Fuente: Elaboración propia a partir de: IME (1995): "Informe anual 1994". Francfort, y FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GÁMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): "Política Monetaria: su eficacia y enfoques alternativos". Ed. AC. Madrid; pp. 55-62.

3.4. LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LOS EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

El análisis de la estrategia y los instrumentos de la política monetaria no es suficiente a la hora de valorar adecuadamente la eficacia de la misma para influir sobre los objetivos últimos de la economía. Al diseñar la política monetaria también debemos considerar cómo se van a manifestar los efectos derivados de una actuación en las variables monetarias, sobre las variables económicas, en términos nominales o reales; es decir, considerar los mecanismos de transmisión de los efectos de la política monetaria y cómo se trasladan a dichas variables últimas los impulsos derivados de actuaciones de la autoridad monetaria¹³⁷. Nos referiremos brevemente a estas consideraciones, las cuales se pueden apoyar con el funcionamiento estricto de dichos mecanismos contenido en el Anexo 2 a este capítulo de nuestra investigación.

Tradicionalmente se ha puesto especial énfasis en analizar los mecanismos de transmisión a partir de las variaciones provocadas en los tipos de interés. El planteamiento del que se parte es considerar que los individuos mantienen una cartera de activos de todo tipo considerada óptima, según sus necesidades y preferencias, rentabilidades, liquidez y riesgo. Cualquier modificación que se produzca en la composición de la misma está afectando a la composición óptima del individuo por lo que éste reacciona comprando y vendiendo activos hasta volver a dicha composición óptima. En este proceso de sustitución, al comprar activos el precio o cotización de los mismos aumenta, y los tipos de interés se reducen potenciando la inversión, la renta nominal y el consumo, mostrando de esta forma los efectos sobre las variables económicas últimas a través del mecanismo de transmisión vía tipo de interés.

¹³⁷ Vid. FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GÁMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): “*Política Monetaria; su eficacia ...*”; op. cit.; p. 63-94.

Las diferentes escuelas de pensamiento, principalmente keynesianos y monetaristas, mantienen un importante debate respecto a la importancia que pueda tener este mecanismo, y sus consecuencias, por tanto, sobre la eficacia de la política monetaria respecto a otros instrumentos de política económica para conseguir influir sobre las variables reales. Este debate surge, entre otros factores, por las diferentes consideraciones de los activos que se incluyen en la cartera de los individuos y el grado de sustitución entre ellos, la respuesta de la inversión y la demanda de dinero a las variaciones del tipo de interés y el multiplicador de la inversión.

En el caso de Keynes se considera que sólo el dinero y los bonos, considerados como cuasi-dinero, forman parte de la riqueza financiera de los individuos, y por tanto, los efectos de un desajuste de la cartera sólo se produce entre estos dos activos, siendo el tipo de interés de los bonos determinante pues en el comportamiento de las variables últimas. Los seguidores de Keynes, sin embargo, sí admiten que la riqueza financiera está formada por un conjunto amplio de activos, aunque sólo los bonos son buenos sustitutivos mutuos del dinero, por lo que el tipo de interés del resto de activos tiene efectos mínimos sobre las variables reales. Los monetaristas, por su parte, consideran que todos los activos que forman parte de la cartera de los individuos son sustitutivos entre sí, por lo que no existe ningún tipo de interés especialmente relevante, y el resultado final sobre las variables últimas es consecuencia de todo el proceso de reajuste de cartera que lleva a cabo el individuo para volver a su composición óptima.

Independientemente del planteamiento aceptado, se puede afirmar que el efecto final es el resultado de una conjunción de efectos; efecto sustitución de activos al modificar la composición de la cartera de los individuos, efecto renta como consecuencia de las variaciones que los tipos de interés provocan en las rentas financieras de los individuos, y efecto riqueza derivado del cambio del valor del patrimonio ante las variaciones en los precios de activos y pasivos.

Sin embargo, en los últimos años han adquirido más relevancia otros canales a través de los cuales la política monetaria también propaga sus efectos sobre las variables económicas. Podemos hablar así del mecanismo de transmisión a través de los cambios en la riqueza del sector privado, según el cual cualquier cambio en la riqueza neta del sector privado generará efectos riqueza en los mercados de bienes y de activos de dos tipos: directos, como consecuencia de los cambios en la cantidad de activos en circulación y por tanto en la riqueza de los individuos y en el gasto real, e indirectos, inducidos bien por el tipo de interés, o bien inducido por los precios. Este mecanismo es defendido junto al mecanismo de los tipos de interés por los autores monetaristas.

También podemos hablar del mecanismo de transmisión a través del crédito bancario, de forma que la respuesta de las entidades bancarias ante una decisión de restricción o expansión monetaria de las autoridades influye sobre las decisiones de gasto de los restantes agentes económicos. Este efecto se manifiesta, en sentido estricto, al condicionarse la oferta de crédito bancario disponible y no encontrar otra fuente de financiación alternativa, y en sentido amplio, al considerar los efectos que para los agentes económicos tiene el coste de la financiación externa sobre su riqueza neta. Relacionado con éste, algunos autores también señalan la aparición de un mecanismo adicional pero independiente a través del racionamiento del crédito a los individuos, restringiendo por tanto sus decisiones de gasto.

Por último, se señalan igualmente los mecanismos de transmisión vía tipos de cambio, y vía expectativas. El primero considera la influencia que tienen las medidas de política monetaria, a través de las variaciones en el tipo de cambio, sobre la situación de balanza de pagos de un país y consecuentemente sobre el ritmo de actividad económica, mientras que el segundo surge al aceptar que los agentes económicos forman sus expectativas respecto a las decisiones de las autoridades monetarias y reaccionan a las

mismas, independientemente de que éstas se materialicen o no. Este último mecanismo alcanza hoy gran relevancia¹³⁸.

¹³⁸ Como veremos en el capítulo siguiente, en el marco de la política monetaria única, la consideración de las expectativas de los agentes económicos respecto a la evolución prevista de los tipos de interés ejerce un impacto determinante en la variación de éstos.

CAPÍTULO 4

LA ESTRATEGIA DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

ÍNDICE DEL CAPÍTULO 4

CAPÍTULO 4

LA ESTRATEGIA DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

- 4.1. LA IMPORTANCIA DE LA ESTRATEGIA DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LA UEM**
- 4.2. CRITERIOS DETERMINANTES PARA LA SELECCIÓN DE LA ESTRATEGIA DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA**
 - 4.2.1. Principios generales de la estrategia
 - 4.2.2. El contexto específico existente al inicio de la UEM
- 4.3. LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA ORIENTADA HACIA LA ESTABILIDAD DEL SEBC**
 - 4.3.1. Elementos necesarios en una estrategia para la UEM
 - 4.3.2. La estrategia de política monetaria del BCE: una estrategia mixta
 - 4.3.3. Elementos principales de la estrategia

4.1. LA IMPORTANCIA DE LA ESTRATEGIA DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LA UEM

Una vez que ha sido analizado el marco teórico en el que se desarrolla la política monetaria de la UEM y los planteamientos teóricos respecto a la política monetaria en general, vamos a centrarnos en este nuevo capítulo de nuestra Tesis Doctoral en el estudio específico de la política monetaria única, y en concreto en el diseño de la misma que ha realizado el BCE.

La política monetaria única se puede definir como aquella en la que las operaciones de regulación de la liquidez tiene condiciones iguales para las entidades localizadas en cualquier parte del área de aplicación de la misma¹. Que existan condiciones iguales implica², por un lado, la existencia de criterios uniformes aceptados y válidos para todos respecto a la estrategia de la política monetaria, y por otro, que las instituciones financieras tengan acceso en igualdad de condiciones a los mecanismos a través de los cuales se instrumenta la política monetaria.

El SEBC, como entidad responsable de la política monetaria única, decide las cuestiones relativas al diseño de la misma de forma armonizada para todo el área, mientras que la aplicación o instrumentación se lleva a cabo en igualdad de condiciones pero de forma descentralizada con el apoyo de los BCNs.

El diseño de la política monetaria única, objeto de este capítulo, exigió al SEBC la definición de la estrategia de política monetaria que iba a utilizar a partir del 1 de

¹ Vid. BANCO DE ESPAÑA (1997): “*La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales*”. Servicio de Estudios. Banco de España. Madrid; p. 109.

² Vid. FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GÁMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): “*Política Monetaria: su eficacia y enfoques alternativos*”. Tomo I, Ed. AC, 1ª edición. Madrid; p. 130.

enero de 1999, teniendo en cuenta el objetivo último de la estabilidad de precios, y la existencia de un complejo mecanismo de transmisión de efectos de la política monetaria hasta las variables últimas³ de la economía, el cual se manifiesta a través de los numerosos canales existentes actualmente⁴. Los mecanismos de transmisión condicionan la estrategia de política monetaria a aplicar, y por tanto, también su eficacia.

Al mismo tiempo, la estrategia utilizada por el SEBC también debía cumplir dos funciones básicas, comunes de toda estrategia⁵.

En primer lugar, la estrategia debe establecer una serie de criterios o pautas de comportamiento claras y precisas que permitan al banco central adoptar las decisiones oportunas de política monetaria. Para ello, el Consejo de Gobierno del BCE, responsable de dicha toma de decisiones, utiliza la información obtenida a partir de las variables económicas, monetarias y financieras. El tratamiento de dicha información le debe permitir, a través de criterios claramente definidos, tomar las decisiones adecuadas y transmitir las al Comité Ejecutivo y a los BCNs que se encargan de su aplicación mediante los instrumentos disponibles.

En segundo lugar, la estrategia de política monetaria debe facilitar la comunicación con el público, que así conoce en todo momento la forma de actuar de la autoridad monetaria. La existencia de un instrumento de comunicación claramente definido facilitará la credibilidad de la política monetaria y la reacción del público, que

³ Vid. BCE (1999): “La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad”, *Boletín Mensual*, enero; pp. 45-57.

⁴ Tradicionalmente, el énfasis se había puesto en los mecanismos de transmisión vía tipos de interés, pero en los últimos años han adquirido protagonismo otros canales como el del tipo de cambio, el crédito bancario, los cambios en la riqueza del sector privado, o las alteraciones en las expectativas de los agentes. Todos ellos condicionan igualmente el ejercicio de la política monetaria. Para un análisis exhaustivo de los mecanismos de transmisión véase FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GÁMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): “*Política Monetaria ...*”; op. cit.; pp. 63-94.

⁵ Vid. BCE (1999): “La estrategia de política ...”; op. cit.; p. 49.

estará convencido de que se alcanzará el objetivo último de la estabilidad de precios, y por tanto, tendrá en relación a la formación de expectativas un comportamiento coherente con dicho objetivo⁶. Igualmente, la existencia de expectativas en un marco de confianza favorece la eficacia de la política monetaria.

Teniendo en cuenta el cumplimiento de estas dos funciones, se puede reforzar el concepto de estrategia de política monetaria y en concreto para el caso de la política monetaria única se puede decir que una estrategia de política monetaria “*es una descripción coherente y estructurada de cómo van a tomarse las decisiones de política monetaria a la luz del comportamiento de los indicadores económicos, con objeto de lograr el objetivo prioritario de la estabilidad de precios*”⁷. Por tanto, la estrategia de política monetaria es el mecanismo adecuado para que con una información rigurosa y suficientemente analizada, la autoridad monetaria pueda, en un marco coherente, tomar las decisiones necesarias para alcanzar el objetivo último de la política monetaria.

En el caso concreto de la política monetaria única, es el Consejo de Gobierno del BCE el responsable de esta toma de decisiones, y con este fin, en octubre de 1998 hizo pública la estrategia de política monetaria que iba a adoptar y que serviría de guía a sus decisiones de política monetaria en todo el área del euro a partir del 1 de enero de 1999.

Dicha estrategia se conoce como “*estrategia de política monetaria orientada hacia la estabilidad*” y se caracteriza por tres elementos básicos⁸, como son la propia definición del objetivo último en términos cuantitativos, y los dos pilares de la estrategia determinantes para alcanzar dicho objetivo: la utilización de un agregado monetario, al que se le asigna un papel destacado como variable de referencia, y la utilización de un

⁶ Vid. ISSING, O. (2000): “*Communication challenges for the ECB*” disponible en http://www.ecb.int/key/00/sp000626_2.htm, 26 de junio de 2000.

⁷ *Ibidem*, p. 50.

⁸ *Ibidem*, pp. 45-57.

conjunto amplio de variables que actúan como indicadores. Al análisis detenido de estos elementos se dedica este capítulo de nuestra Tesis Doctoral.

4.2. CRITERIOS DETERMINANTES PARA LA SELECCIÓN DE LA ESTRATEGIA DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

La definición de una estrategia concreta para la política monetaria del área del euro supuso el análisis previo de las diferentes estrategias que podrían ser objeto de utilización por el SEBC. El IME⁹, como se ha señalado anteriormente, limitó a dos las posibles estrategias a utilizar por la autoridad monetaria: la estrategia tradicional basada en la utilización de los agregados monetarios como objetivo intermedio y la estrategia directa hacia el objetivo último de la estabilidad de precios.

El análisis previo de ambas estrategias pretendía evaluar el cumplimiento de unos principios generales, también definidos por el IME, que deberían guiar cualquier estrategia de política monetaria utilizada en el área del euro¹⁰.

Al mismo tiempo, habría que tener en cuenta las condiciones inicialmente existentes en la UEM, y las características del entorno económico y financiero al que se podrían enfrentar en el futuro.

En definitiva, se buscaba que la estrategia elegida para articular la política monetaria única, por un lado, cumpliera una serie de principios que se consideraban necesarios para su utilización efectiva en la práctica, y por otro, que dicha estrategia

⁹ El Instituto Monetario Europeo (IME), como antecedente del BCE, tenía encomendada entre sus funciones la elaboración de todos los trabajos preparatorios necesarios para la puesta en marcha de la política monetaria en la tercera fase, y entre estos trabajos se encontraba el análisis de las posibles estrategias de política monetaria que podrían ser utilizadas en la política monetaria común.

¹⁰ Vid. IME (1997): *“La política monetaria única en la tercera fase: elementos de la estrategia de política monetaria del SEBC”*; febrero; pp. 19-20.

podiera enfrentarse a la situación económica y financiera existente, novedosa e incierta a corto plazo, sin que este hecho le hiciese perder efectividad en el logro del objetivo último de la estabilidad de precios.

4.2.1. PRINCIPIOS GENERALES DE LA ESTRATEGIA

Respecto a los principios generales, señalaremos a continuación cada uno de ellos en relación a las dos estrategias, con el fin de observar las dificultades que podrían surgir en su cumplimiento por parte de alguna de ellas.

4.2.1.1. Eficacia

El principio de eficacia es el más general, en el sentido de que engloba a todos los demás. Es el principio fundamental al evaluar una estrategia¹¹, ya que la finalidad de la misma es la consecución del objetivo último de la estabilidad de precios, y en la medida en que se consigue este objetivo se puede decir que la estrategia es o no eficaz. Asimismo, la eficacia también implica el apoyo a las políticas económicas generales de la UE, al igual que el desempeño del resto de funciones del Eurosistema¹².

Para que una estrategia sea eficaz debe al mismo tiempo ser creíble¹³, es decir, que el público en general y los mercados financieros en particular, consideren creíble el compromiso que ha aceptado la autoridad monetaria respecto al logro del objetivo último, y estén convencidos de que puede alcanzarse dicho objetivo con los medios técnicos e instrumentos existentes. Este convencimiento favorecerá que los agentes

¹¹ *Ibidem*, p. 26

¹² Vid. DOMINGO SOLANS, E. (2000): “*La política monetaria europea y el Banco Central Europeo*”, disponible en <http://www.ecb.int/key/00/sp001026es.htm>, 26 de octubre de 2000; p. 9.

¹³ Vid. BCE (1999): “*La estrategia de política ...*”; *op. cit.*; p. 50.

formen unas expectativas consistentes con el objetivo último que ayuden al logro del mismo.

La eficacia se puede analizar a través de dos criterios¹⁴: el interno, referido a la adecuación de la estrategia como guía para la toma de decisiones, y el externo, según el cual la estrategia debe favorecer un marco adecuado para la instrumentación de políticas orientadas hacia la estabilidad, y por tanto, para el logro del objetivo último.

El análisis realizado de las dos posibles estrategias determinó la escasa significación de éstas respecto al ámbito interno, ya que ambas podrían servir adecuadamente como guía para la toma de decisiones. Por el contrario, al analizar el aspecto externo, era determinante considerar cómo se llevaría a cabo el proceso de comunicación con el público y de qué factores dependería este proceso en cada una de las dos estrategias posibles.

En el caso de una estrategia tradicional basada en la utilización de agregados monetarios, los condicionantes del éxito de la misma, y por tanto de la transmisión al público de dicho éxito dependían de tres elementos:

- Existencia de una relación estable entre el agregado monetario y el objetivo final.
- Capacidad de control del agregado monetario por parte del banco central.
- Posibilidad de utilizar los agregados monetarios como indicadores adelantados de la inflación futura¹⁵.

¹⁴ Vid. IME (1997): “*La política monetaria ...*”; op. cit.; p. 19.

¹⁵ La posibilidad de que los agregados monetarios puedan ser utilizados como indicadores adelantados de la inflación futura no es una propiedad necesaria, pero sí deseable, ya que permitiría evaluar más claramente la eficacia de la estrategia utilizada a través de las previsiones futuras de la inflación.

En el caso de la estrategia directa, para que ésta fuese eficaz era necesario que la autoridad monetaria, por un lado fuese capaz de predecir la inflación futura correctamente a partir de un amplio conjunto de variables informativas, y por otro, que fuese capaz de controlar la inflación a medio plazo, con el fin de conseguir su objetivo último.

Al analizar estos elementos en el marco de la UEM quedó patente que inicialmente ambas estrategias podrían ser utilizadas eficazmente¹⁶. Se habían obtenido resultados empíricos que mostraban la mayor estabilidad de un agregado monetario amplio para el área, así como la existencia de una relación estable entre dicho agregado y el objetivo último, por lo menos en el largo plazo. Sin embargo, existía incertidumbre en relación a las propiedades del dinero como indicador adelantado de la inflación futura, aunque este hecho, en principio, no tendría porqué afectar a la eficacia de la estrategia de la política monetaria. Igualmente, se consideraba que en el caso de aplicar una estrategia directa, el banco central podría obtener una información suficiente mediante el análisis de un amplio conjunto de variables económicas, monetarias y financieras; en cuanto al control de la inflación, aunque éste fuese más difícil, también había que tener en cuenta que se perseguía controlar el objetivo último, que en cualquier caso, es el objetivo que determina la eficacia de toda estrategia.

De esta forma, se concluyó que ambas estrategias respetaban el principio general de eficacia y podrían utilizarse en el marco de la política monetaria única.

4.2.1.2. Rendición de cuentas

En segundo lugar, la estrategia elegida debe asegurar el compromiso de la autoridad monetaria, tanto en relación a las decisiones adoptadas como en el logro del

¹⁶ Vid. IME (1997): “*La política monetaria ...*”; op. cit.; p. 28.

objetivo último de la estabilidad de precios. La estrategia del BCE¹⁷, como veremos en un próximo apartado, supone definir cuantitativamente el objetivo de forma que se pueda evaluar y juzgar a la autoridad monetaria en el cumplimiento del mismo¹⁸.

Si el banco central fuese capaz de especificar y controlar todos los factores que determinan la inflación, la estrategia directa permitiría evaluar de forma más clara su actuación respecto al logro del objetivo, es decir, rendir cuentas¹⁹. No obstante, existiría el riesgo de una insuficiente especificación de estos factores, que dificultaría el análisis de la actuación del banco central. En este sentido, se argumentó que la estrategia a dos niveles estaba más claramente definida y especificada y permitía igualmente evaluar el comportamiento del banco central²⁰, por lo cual también se podría utilizar al determinar la estrategia del SEBC.

4.2.1.3. Transparencia

La transparencia en la estrategia obliga al Consejo de Gobierno del BCE, como responsable de la toma de decisiones, a comunicar al público *ex-ante* las decisiones a adoptar, así como a argumentar de forma razonada la justificación económica de las mismas²¹.

¹⁷ Vid. BCE (1999): “La estrategia de política ...”; op. cit.; p. 50.

¹⁸ Vid. SVENSSON, L. (1998): “*Inflation targeting as a monetary policy rule*”, Institute for International Economic Studies, Seminar Paper; p. 30.

¹⁹ Vid. DOMINGO SOLANS, E. (1999): “*Parameters of the eurosystem’s monetary policy*”, disponible en http://www.ecb.int/key/00/sp000920_2.htm; de 12 de septiembre de 2000; p. 5.

²⁰ Vid. IME (1997): “*La política monetaria ...*”; op. cit.; pp. 28-29.

²¹ Vid. BCE (1999): “La estrategia de política ...”; op. cit.; p. 48.

La necesidad de transparencia implica que la estrategia debe ser clara y comprensible, con el fin de transmitir al público la orientación de la política monetaria²². Con esta finalidad se obliga a definir tanto el objetivo de la política monetaria como los medios para alcanzarlo de forma precisa y sencilla, con el fin de evitar una reacción de incertidumbre en el público²³.

Inicialmente al analizar las estrategias se observó que ambas eran bastante transparentes. Sin embargo, existían algunas dudas respecto a las mismas que podían enturbiar dicha transparencia²⁴. En una estrategia de agregados monetarios el proceso de toma de decisiones estaba claramente descrito en una serie de fases, y se centraba en el análisis de los agregados monetarios, los cuales no siempre eran variables claramente comprensibles, y además podían carecer de la estabilidad necesaria que dificultaría la presentación de una estrategia clara y sencilla²⁵.

Del mismo modo, en una estrategia directa, a priori, la transparencia no era tan clara, ya que se basaba en el análisis de un amplio conjunto de variables, generalmente a través de funciones complejas, que impedían mostrar la estrategia de forma sencilla.

No obstante, para superar la falta de transparencia y claridad presente en ambas estrategias, se puede intensificar la comunicación con el público mediante la publicación

²² Vid. WINKLER, B. (2000): “Which kind of transparency?. On the need for clarity in monetary policy-making”. BCE. Working Paper, nº 26; pp. 15-18.

²³ Vid. THYGESEN, C. (1996): “Monetary policy strategy in the Third Stage of EMU”, *Monetary Review*. Danmarks Nationalbank, noviembre; pp. 22-28; y DORNBUSCH, R., FAVERO, C. y GIAVAZZI, F. (1998): “Immediate challenges for the European Central Bank”, *Economic Policy*, abril; p. 27.

²⁴ Vid. IME (1997): “La política monetaria ...”; op. cit.; p. 29.

²⁵ La falta de estabilidad del agregado monetario dificulta su estimación y por tanto la posibilidad de utilizar esta estrategia y presentarla al público de forma clara y sencilla. Ante esta situación, el *policy-maker*, si decide aplicar la estrategia monetaria trata de dirigir la información que ofrece al público a justificar las desviaciones que se puedan producir en la evolución del agregado respecto al objetivo, cuando lo adecuado sería que sin necesidad de explicaciones adicionales la estrategia mostrase claramente el proceso de toma de decisiones.

de informes regulares, notas de prensa y otros documentos que permitan al público conocer la estrategia de política monetaria y entender las decisiones adoptadas para su aplicación²⁶.

4.2.1.4. Orientación a medio plazo

El objetivo último de la política monetaria única está diseñado a medio-largo plazo y, en este sentido, ambas estrategias podían ser utilizadas. La consecución del objetivo a medio plazo supone admitir las desviaciones que se producen en el corto plazo sin necesidad de una reacción inmediata de la política monetaria²⁷.

A su vez, el hecho de no tener que actuar de forma inmediata permite a la autoridad monetaria actuar con mayor discrecionalidad evaluando en cada momento las causas de las desviaciones, su carácter temporal o permanente y la necesidad o no, por tanto, de imprimir cambios en la estrategia de política monetaria aplicada.

4.2.1.5. Continuidad

La estrategia elegida también debe reflejar, en cierto sentido, la continuidad con las estrategias de política monetaria aplicadas en los distintos países hasta la entrada en vigor de la política monetaria única²⁸. Algunos países venían utilizando las estrategias monetarias tradicionales mientras que otros, en los últimos años, habían optado por utilizar la estrategia directa.

²⁶ Vid. ISSING, O. (2000): “*Communication challenges...*”; op. cit.; pp. 6-8.

²⁷ Vid. DUISENBERG, W. (1998): “*The European System of Central Banks. Current position and future prospects*” disponible en <http://www.ecb.int/key/98>, 27 de noviembre de 1998; p. 2.

²⁸ Vid. GUTIÉRREZ, F. (1998): “Estrategias de política monetaria para el euro”, *Cuadernos de Información Económica*, nº 134; p. 90.

La elección de cualquiera de las dos estrategias, en cualquier caso, supondría continuidad con alguna de las estrategias ya aplicadas en los países de la UE. Sin embargo, se argumentaba que al ser el SEBC una institución de nueva creación, la estrategia adoptada influiría en la posibilidad de heredar la credibilidad del banco central de la UE que hubiese aplicado previamente dicha estrategia; y en este sentido, la estrategia monetaria seguida por el Bundesbank alemán era la opción más clara, ya que el Bundesbank gozaba de una gran credibilidad y reputación antiinflacionista²⁹. No obstante, también se había observado que los países que aplicaban una estrategia directa habían tenido éxito en el logro del objetivo último, aunque la experiencia era bastante reciente como para que este éxito inicial fuese suficiente.

En cualquier caso, se concluía que en la política monetaria única habría un alto grado de continuidad con las políticas monetarias previas, sin precisar si este hecho se debería a la aplicación de estrategias características de algunos países o a la utilización de aspectos concretos de las distintas estrategias existentes³⁰.

4.2.1.6. Coherencia con la independencia del SEBC

La estrategia, por último, debe ser coherente con la independencia institucional del SEBC; es decir, el SEBC es el responsable de la determinación de la estrategia, del establecimiento de los objetivos, y de la toma de decisiones de política monetaria, y por ello, no puede recibir ningún tipo de interferencia por parte del poder político.

Respecto a este principio se defendía, en mayor medida, la utilización de la estrategia monetaria, la cual se consideraba además útil para reforzar la independencia

²⁹ Vid. DORNBUSCH, R., FAVERO, C. y GIAVAZZI, F. (1998): "Immediate challenges for the ..."; op. cit.; p. 27.

³⁰ Vid. IME (1997): "*La política monetaria ...*"; op. cit.; p. 30.

del banco central³¹. La estrategia directa, al basarse en objetivos de inflación, se consideraba más sensible a las opiniones externas sobre dicho objetivo y las predicciones del mismo procedentes de diferentes medios, que en función de su relevancia podrían influir también en el logro del objetivo.

4.2.2. EL CONTEXTO ESPECÍFICO EXISTENTE AL INICIO DE LA UEM

La determinación de la estrategia concreta de la política monetaria única exigía no sólo evaluar los principios generales que se deberían cumplir en el marco de una estrategia de política monetaria para el área del euro, sino también tener en cuenta las dificultades y problemas a los que habría que enfrentarse al inicio y en los primeros años de funcionamiento de la UEM.

Estos problemas se consideraba que podrían deberse a la existencia de características específicas en el entorno económico y financiero como consecuencia del paso a la tercera etapa y la aparición, por tanto, de una nueva situación a la que la política monetaria única debería hacer frente³². Con carácter general, existía una situación de incertidumbre derivada del propio proceso de transición a la tercera fase, en cuanto a cómo iban a responder las distintas economías, así como los mercados financieros, que reaccionarían inmediatamente de forma positiva o negativa a dicho proceso, en función de las expectativas formadas en torno al mismo³³.

³¹ *Ibidem*.

³² Vid. BCE (1999): “La estrategia de política ...”; *op. cit.*; p. 51.

³³ Hoy día se puede considerar que la incertidumbre es una característica del mundo real que afecta de forma muy importante en el proceso de toma de decisiones. En lo que se refiere a la política monetaria y concretamente a la política monetaria del BCE se puede señalar que esta incertidumbre aparece por tres motivos: 1) conocimiento imperfecto del estado de la economía; 2) incertidumbre referida a las relaciones que describen el comportamiento de los agentes económicos condicionando los mecanismos de transmisión y 3) incertidumbre por las interacciones estratégicas entre los bancos centrales y el sector privado, las cuales afectan a las expectativas del mercado y al comportamiento de los agentes económicos.

Los problemas que se podían plantear al inicio de la UEM se pueden agrupar en dos categorías³⁴: modificaciones institucionales y modificaciones estructurales.

Dentro del primer grupo, se debía considerar de modo especial la aparición de una nueva autoridad monetaria, el SEBC, responsable de la política monetaria única. Esta institución por ser de nueva creación carecía de unos antecedentes o reputación que le precediera en el momento de inicio de la UEM, y por tanto, de la credibilidad necesaria para el ejercicio de la política monetaria única³⁵.

Por tanto, la estrategia es el instrumento a través del cual el SEBC generaría su credibilidad, en términos del compromiso con el objetivo último. Además, dicha credibilidad también debería apoyarse en la credibilidad de los BCNs participantes en la UEM, que a lo largo de los años habían conseguido construir una sólida reputación antiinflacionista³⁶.

Al mismo tiempo, era necesario considerar el cambio en el comportamiento del resto de agentes económicos y financieros, ya que probablemente se modificaría el proceso de formación de expectativas, derivado tanto de la mayor estabilidad alcanzada en la mayoría de los países de forma previa a la entrada en la UEM, como del énfasis en dicha estabilidad a través de la definición de la estabilidad de precios como objetivo prioritario de la política monetaria única.

Véase a este respecto BCE (2001): “Formulación de la política monetaria en un entorno de incertidumbre”, *Boletín Mensual*, enero; pp. 45-50; y ORTEGA, E. (2000): “La política monetaria en la zona del euro”, *Información Comercial Española*, nº 784, marzo-abril; pp. 37-44.

³⁴ La distinción en dos grupos de los cambios acaecidos al inicio de la UEM responde al efecto que se produce, bien sobre instituciones o grupos de personas directamente relacionados con la existencia de una política monetaria única, o bien a los efectos que se producen sobre el entorno económico existente como consecuencia de la aparición de la UEM.

³⁵ Vid. ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2000): “*La política monetaria en el área euro*”. Escuela de Finanzas Aplicadas. Madrid; p. 28.

³⁶ Vid. BCE (1999): “La estrategia de política ...”; op. cit.; y GUTIÉRREZ, F. (1998): “Estrategias de política ...”; op. cit.; p. 90.

En el ámbito de los cambios estructurales podemos señalar, en primer lugar, la elevada dimensión del área del euro³⁷. En el momento de determinación de la estrategia de la política monetaria única, en octubre de 1998, ya se conocían los países que iban a acceder a la tercera fase y, por tanto, se podían estimar los efectos que el área iba a tener en el comercio mundial. Por otro lado, de todos los sectores institucionales afectados, el sector financiero iba a ser el que podría acusar en mayor medida dichos cambios, tanto en el comportamiento de los agentes privados y el sector bancario respecto a sus carteras de activos y pasivos monetarios³⁸, como en la respuesta de los mercados financieros a las decisiones de política monetaria en el nuevo área.

Al mismo tiempo, se debía tener en cuenta que este nuevo área iba a estar formado por un grupo de países con estructuras económicas distintas, que reaccionarían de forma diferente ante las mismas medidas, pudiéndose generar *shocks* asimétricos significativos³⁹.

Igualmente, la desaparición del riesgo de cambio generaría mayor competencia entre las economías del área, las cuales tenderían hacia un marco de mayor estabilidad en los precios de los mercados de bienes y factores.

En general, se puede decir que el contexto específico existente al inicio de la UEM era determinante para el diseño de la estrategia de la política monetaria única, ya que había que tener en cuenta cómo dicho proceso de integración podría afectar a las

³⁷ Vid. GUTIÉRREZ, F. (1998): “Estrategias de política ...”; op. cit.; pp. 89-90, y ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2000): “La política monetaria ...”; op. cit.; p. 28.

³⁸ Estos cambios de comportamiento podían afectar por ejemplo, al peso de los depósitos bancarios o provocar cambios en las carteras privadas entre activos monetarios y no monetarios, con el consiguiente efecto sobre la evolución de los agregados monetarios. Véase BCE (1999): “La estrategia de política ...”; op. cit.; p. 51.

³⁹ La aparición de *shocks* asimétricos en la UEM pone de manifiesto la dificultad de integrar en un área monetaria un conjunto de países con estructuras productivas diferentes, que reaccionan de forma distinta a las decisiones del *policy-maker*, y para los cuales ya no existen los mecanismos de ajuste tradicionales de tipo de cambio o política monetaria autónoma.

economías en el ámbito nacional y de forma conjunta, así como a los agentes privados a nivel individual. Para ser eficaz, la estrategia debía incluir indicadores representativos de los problemas que se pudieran plantear, así como de la contribución a su solución por parte de la política monetaria.

4.3. LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA ORIENTADA HACIA LA ESTABILIDAD DEL SEBC

El 1 de junio de 1998 quedó constituido el BCE. Un mes más tarde, se le otorgó carácter oficial al invertir a sus miembros, y a partir de entonces se asumieron los trabajos pendientes por parte del IME, necesarios para la puesta en marcha de la política monetaria única.

Entre las cuestiones pendientes, el BCE tenía que definir la política monetaria que iba a aplicar y en concreto el diseño de la estrategia de la política monetaria única⁴⁰. Dicha estrategia se hizo pública por el Consejo de Gobierno del BCE el 13 de octubre de 1998, señalando tanto su orientación clara hacia el objetivo de estabilidad en general, y de la estabilidad de precios en particular, como los elementos que iban a ser determinantes en el desarrollo de la misma.

En el momento de tomar la decisión sobre la estrategia a utilizar, el BCE tenía a su disposición los numerosos trabajos previos realizados por el IME respecto a las estrategias previstas y a las posibilidades de aplicar cada una de ellas en función de los principios generales, así como respecto del escenario previsto para la transición a la UEM, y en los primeros años de existencia de ésta. El IME, a pesar de no haber sido capaz de identificar totalmente la estrategia a aplicar, sí estableció los elementos básicos que debería contener cualquier estrategia aplicada en la UEM.

Analizaremos de esta forma a continuación el proceso de decisión respecto a la estrategia de la política monetaria única, para centrarnos luego en el estudio detenido de

⁴⁰ Vid. VIÑALS, J. M. (1999): “*El marco general de la política monetaria única: racionalidad, consecuencias y cuestiones pendientes*”. Documento de Trabajo, nº 9907. Servicio de Estudios del Banco de España; pp. 31-34.

la misma, señalando sus elementos principales y el papel de éstos en la toma de decisiones de la política monetaria única.

4.3.1. ELEMENTOS NECESARIOS EN UNA ESTRATEGIA PARA LA UEM

Como se ha señalado anteriormente, el IME a pesar de no definir la estrategia de la política monetaria única, sí señaló los elementos fundamentales que deberían caracterizar a cualquier estrategia de política monetaria aplicada en la tercera etapa⁴¹. Dichos elementos se consideraban fundamentales para potenciar los principios generales de eficacia, transparencia y rendición de cuentas⁴², a los que ya hemos hecho referencia, y eran los siguientes:

- a) El SEBC debería hacer pública una definición cuantitativa de la estabilidad de los precios, dando de esta forma una orientación sobre lo que se entiende por ella. Dicho anuncio reforzaría la transparencia y la credibilidad de la estrategia utilizada por el SEBC. Se pensaba igualmente que éste seguiría la tendencia marcada por la mayoría de los bancos centrales, entre los que existe un amplio consenso al considerar el objetivo de la estabilidad de precios como incrementos de la tasa de inflación entre el 0% y el 2%. En la

⁴¹ Vid. IME (1997): “*La política monetaria ...*”; op. cit.; pp. 31-32.

⁴² A este respecto, no debemos olvidar que estos principios se interrelacionan en un doble sentido: por una parte complementándose y potenciándose y por otra limitándose entre sí, lo que obliga a buscar fórmulas de compromiso entre ellos. Por ejemplo, la transparencia complementa a la rendición de cuentas pero encuentra un límite en la eficiencia, ya que no es más eficiente proporcionar toda la información y cuanto más mejor sino que en ocasiones determinados asuntos delicados no deben ser comentados por los miembros del Consejo de Gobierno del BCE. Véase a este respecto DOMINGO SOLANS, E. (2000): “*La política monetaria europea ...*”; op. cit.; p.10.

práctica, el SEBC considera que hay estabilidad de precios ante incrementos interanuales del IAPC inferiores al 2%⁴³.

- b) En segundo lugar, el SEBC debería establecer y anunciar públicamente un objetivo u objetivos específicos respecto de los cuales se podría valorar su actuación, reforzándose así el principio de rendición de cuentas. Dichos objetivos servirían también de referencia para que el público entendiese más fácilmente las decisiones de política monetaria tomadas, aumentando la claridad y transparencia de las mismas⁴⁴.
- c) La estrategia elegida debería utilizar toda la información relevante para el logro del objetivo último de la política monetaria, lo cual exigía incluir un amplio conjunto de indicadores que contribuyese a evaluar los riesgos del objetivo de la estabilidad de precios en un futuro. El conjunto de indicadores debería contener variables de todo tipo, económicas, monetarias y financieras, con el fin de dar una visión lo más completa posible de la situación existente. En la práctica, el SEBC utiliza pues en su estrategia de política monetaria un amplio conjunto de indicadores, entre los cuales las variables monetarias y aquéllas que le permiten anticipar la evolución futura de los precios centran especialmente su atención.
- d) En cuarto lugar, la estrategia del SEBC debería otorgar un papel destacado dentro del conjunto de indicadores a los agregados monetarios, estableciendo y publicando unos niveles concretos o unas bandas de fluctuación óptimas respecto a la evolución de los mismos, tanto si se consideraban como

⁴³ La ausencia de una definición numérica de lo que se considera estabilidad de precios para el BCE hubiese reducido los grados de transparencia y rendición de cuentas. Véase VIÑALS, J. M. (1999): “*El marco general de la política ...*”; op. cit.; p. 32.

⁴⁴ Vid. WINKLER, B. (2000): “*Which kind of transparency?...*”; op. cit.; pp.18-20.

objetivos intermedios o como indicadores relevantes. El énfasis en la utilización de los agregados monetarios se debe a la aceptación generalizada que considera la inflación como un fenómeno monetario a largo plazo, y por tanto, la existencia de una fuerte relación entre ambas variables⁴⁵. En la práctica, el BCE ha otorgado al agregado monetario M₃ el papel de variable de referencia, siguiendo de modo especial la evolución del mismo respecto a un nivel concreto, que se fijó inicialmente en el 4,5%, valor que se ha mantenido en las revisiones anuales efectuadas por el BCE⁴⁶.

- e) Por último, se establecía que el SEBC debería contar con los medios técnicos necesarios que le permitiesen elaborar predicciones propias de inflación y de otras variables económicas, sobre las que apoyar sus decisiones de política monetaria. Al inicio de la tercera fase, el SEBC contaba con la infraestructura necesaria para poder elaborar dichas predicciones, y de hecho las ha venido elaborando dos veces al año aunque se han empezado a hacer públicas a partir de diciembre de 2000⁴⁷.

El IME también señalaba que estos elementos podrían combinarse de diferentes formas, independientemente de que la estrategia aplicada fuese una estrategia monetaria o una estrategia de objetivos directos de inflación; e incluso, también cabría la posibilidad de utilizar una estrategia mixta con características de las dos estrategias señaladas, y que contuviese igualmente los elementos anteriores⁴⁸.

⁴⁵ Vid. TRECROCI, C. y VEGA, J.L. (2000): “*The information content of M3 for future inflation*”. BCE. Working Paper, nº 33, octubre; pp. 7-8.

⁴⁶ Como analizaremos en un apartado posterior, el BCE revisa anualmente en diciembre el valor del agregado monetario M₃ que utiliza como valor de referencia para el desarrollo de su política monetaria.

⁴⁷ Vid. BCE (2000): “Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE”, *Boletín Mensual*, noviembre; pp. 57-58.

⁴⁸ Vid. IME (1997): “*La política monetaria ...*”; op. cit.; pp. 31-32.

4.3.2. LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE: UNA ESTRATEGIA MIXTA

Como acabamos de señalar, los planteamientos del IME respecto a la estrategia que podría utilizar el BCE ya señalaban la posibilidad de aplicar una estrategia mixta, si las estrategias puras de agregados monetarios y objetivo directo de inflación no eran lo suficientemente convincentes para éste⁴⁹.

En nuestra opinión, el BCE efectivamente se ha decidido por una estrategia mixta que incorpora características de ambas estrategias, así como los elementos señalados previamente por el IME.

En la decisión sobre la estrategia a adoptar ha jugado un papel relevante la incertidumbre existente en relación al paso a la tercera fase, así como ante la aparición de un entorno económico y financiero nuevo, incierto y ante el que se podrían tomar decisiones precipitadas⁵⁰. En un intento de superar esta incertidumbre se optó pues por diversificar y adoptar una estrategia mixta que combinase elementos de ambas estrategias.

Dicha estrategia se caracteriza por tres elementos básicos⁵¹:

- Una definición cuantitativa del objetivo de la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC inferior al 2%.

⁴⁹ Básicamente la decisión del BCE se iba a basar en el peso o ponderación asignado al crecimiento de los agregados monetarios, considerándolos bien como un objetivo intermedio o bien como un mero indicador junto al resto de variables monetarias y financieras. Véase QUIRÓS, G. (1998): “Estrategia e instrumentación de la política monetaria única”, *Economistas*, nº 78; pp. 106-114.

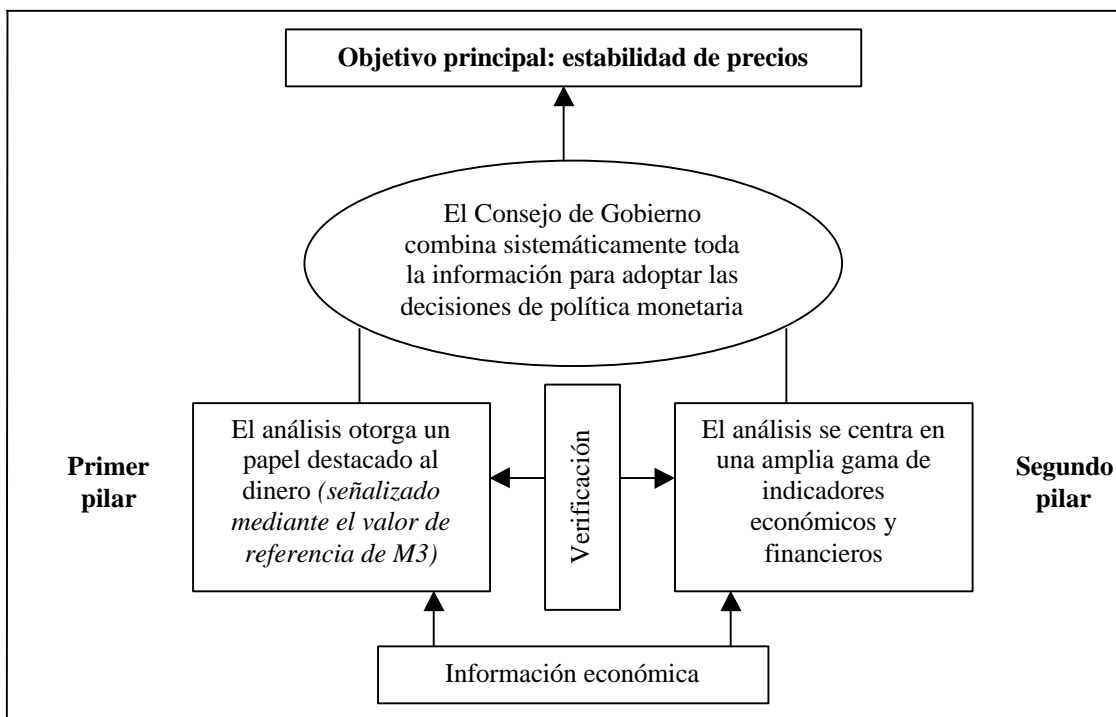
⁵⁰ Vid. VIÑALS, J. M. (1999): “*El marco general de la política ...*”; op. cit.; p. 39 y ss.

⁵¹ Vid. BCE (1999): “*La estrategia de política ...*”; op. cit.; p. 52.

- El papel relevante asignado al agregado monetario M_3 , que actúa como variable de referencia respecto al valor inicialmente asignado al incremento del mismo del 4,5%.
- La disponibilidad de un conjunto amplio de variables que actúan como indicadores de la situación económica, real y financiera, y que contribuyen a la toma de decisiones de política monetaria, incluyendo dentro de estas variables las previsiones de inflación.

En el Cuadro 4.1. podemos observar cómo se desarrolla la estrategia de política monetaria del BCE de forma estructurada a través de estos tres elementos.

Cuadro 4.1. Esquema de la estrategia de política monetaria del BCE



Fuente: BCE (2000): "Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE", *Boletín Mensual*; noviembre, p. 54.

Como señala el propio BCE, la estrategia adoptada es una nueva estrategia construida a partir de elementos de las dos estrategias posibles⁵², lo cual muestra que dichas estrategias en sentido estricto son diferentes, pero algunos de los elementos que las forman pueden ser compatibles entre sí. Ambas estrategias se complementan⁵³. En realidad, el BCE ha combinado, de forma bastante flexible⁵⁴, elementos de las dos estrategias utilizadas por la mayoría de los BCNs del área del euro. No obstante, no debemos olvidar que la política monetaria del BCE no es una política diseñada a la medida de algún país del área en particular, sino que tiene en cuenta la situación y perspectivas del área en su conjunto, estando concebida básicamente para lograr la estabilidad de precios en el área a medio plazo⁵⁵.

El BCE ha definido la estabilidad de precios claramente, en términos cuantitativos, lo que permite evaluar el cumplimiento de dicho objetivo mediante su anuncio público, facilitando a los agentes privados comprender las decisiones tomadas y valorar la actuación de la autoridad monetaria. Al mismo tiempo, ha definido un agregado monetario como valor de referencia y no como objetivo intermedio, con el fin de evitar que cualquier desviación del mismo perjudicase la credibilidad del BCE. Además, la estrategia se ha reforzado con la utilización de un conjunto amplio de indicadores de todo tipo que permiten a la autoridad monetaria tener una visión global de la evolución económica, monetaria y financiera y de los efectos que ésta pueda tener en el ejercicio de la política monetaria⁵⁶.

⁵² Vid. ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2000): “*La política monetaria ...*”; op. cit.; p. 34.

⁵³ Vid. DOMINGO SOLANS, E. (1999): “*100 days of EMU first experiences and further perspectives*”, disponible en <http://www.ecb.int/key/sp990414.htm>; 14 de abril de 1999; p. 5.

⁵⁴ Vid. DOMINGO SOLANS, E. (1999): “*Monetary policy under inflation targeting*” disponible en http://www.ecb.int/key/00/sp001201_1.htm; 1 de diciembre de 2000; p. 3.

⁵⁵ Vid. DOMINGO SOLANS, E. (2000): “*La política monetaria europea ...*”; op. cit.; p.8.

⁵⁶ Vid. BCE (2000): “*Los dos pilares de la estrategia de ...*”; op. cit.; p. 53.

Aunque no se corresponde exactamente con las estrategias previamente utilizadas por los países de la UE, sí se observa que la estrategia utilizada por el SEBC en la práctica, contiene los elementos que ya había señalado el IME como necesarios para una estrategia de política monetaria para todo el área.

Igualmente se puede señalar que dicha estrategia se ha guiado en gran medida por los principios generales que han condicionado su definición⁵⁷.

La estrategia es eficaz ya que se basa en tener claramente definido el objetivo, y dirigirse directamente hacia la consecución del mismo, mediante el apoyo proporcionado por la información recibida de un conjunto amplio de variables, de entre las cuales los agregados monetarios juegan un papel destacado. Desde el punto de vista del aspecto externo la estrategia es igualmente eficaz ya que, por un lado, existe una fuerte relación en el área entre la variable monetaria M_3 y el objetivo de inflación⁵⁸, y por otro, la utilización de un numeroso grupo de variables permite controlar la inflación e incluso predecirla correctamente a medio plazo. Con esta estrategia, el BCE cuenta con una variedad de información muy amplia, que le permite tomar las decisiones adecuadas para alcanzar la estabilidad de precios, no limitándose por tanto al control monetario o al control directo de la inflación⁵⁹.

Además, la estrategia al estar claramente estructurada facilita la rendición de cuentas por parte de la autoridad monetaria. La toma de decisiones de política monetaria se hace más comprensible para el público, que es capaz de evaluar el propio desarrollo

⁵⁷ Vid. DOMINGO SOLANS, E. (1999): “*Parameters of the eurosystem’s ...*”; op. cit.; p. 3.

⁵⁸ Los diferentes análisis realizados en relación a la demanda de dinero, como se ha señalado en el capítulo anterior de esta Tesis Doctoral, mostraban una relación muy estable entre la variable monetaria y el objetivo de inflación para un área amplia como es el área de la UEM, lo que ha facilitado la asignación de un papel relevante al agregado monetario M_3 . Véase el epígrafe 3.2.1.2. de esta Tesis Doctoral.

⁵⁹ Vid. NOYER, C. (2001): “*Current issues in monetary policy*”, disponible en la dirección <http://www.ecb.int/key/01/sp010206en.htm>, 6 de febrero de 2001; pp. 3-4.

de la estrategia y el mayor o menor grado de consecución del objetivo último⁶⁰. Al mismo tiempo, al ser una estrategia definida en un horizonte temporal amplio, dicha evaluación admite la posibilidad de que se produzcan desviaciones en el corto plazo, permitiendo a la autoridad monetaria tener un comportamiento más discrecional⁶¹.

La claridad en la exposición de la estrategia al público facilita también la transparencia, que en el caso del BCE se refuerza con la publicación de boletines mensuales y documentos que recogen análisis del BCE, pero también con la difusión de las decisiones del Consejo de Gobierno mediante notas de prensa y comentarios a las mismas, que se publican inmediatamente tras sus reuniones en la red y que se pueden consultar en la dirección web del BCE, sin ninguna restricción a su acceso⁶².

Respecto a la continuidad con las estrategias aplicadas previamente en los países de la UE, la estrategia adoptada no se corresponde exactamente con ninguna de ellas, aunque como ya se ha señalado toma elementos de las dos estrategias principalmente utilizadas, es decir, la estrategia monetaria y la estrategia directa. Aunque en nuestra opinión la estrategia es mixta, algunos pueden pensar que tiende más a ser una estrategia monetaria, lo que resultaría lógico por el énfasis en la utilización de un agregado monetario, aunque sea como variable de referencia y no estrictamente como objetivo intermedio, y a pesar de utilizar un conjunto amplio de indicadores que en la práctica, ya se habían utilizado en todas las estrategias de política monetaria, bien fuesen estrategias tradicionales o bien estrategias directas. Por su parte, el BCE considera que no se puede asemejar esta estrategia a una estrategia directa de objetivos de inflación, ya que las

⁶⁰ Vid. ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2000): “*La política monetaria ...*”; op. cit.; p. 34.

⁶¹ Vid. LEDO, M. (1999): “La política monetaria en la UEM”, *BBV Situación trimestral*, nº 4, marzo; p. 97.

⁶² La dirección concreta donde se publican dichas notas de prensa es <http://www.ecb.int/press/>

características de la misma no pueden ser aplicadas a la política monetaria única excepto si son analizadas con un grado amplio de flexibilidad⁶³.

Por último, debemos señalar también que la estrategia respeta el principio de coherencia con la independencia del SEBC, al ser éste el responsable de la toma de decisiones y evaluación de los indicadores recibidos, independientemente de la procedencia de los mismos. El propio BCE ha desarrollado a su alrededor una importante infraestructura técnica, que cuenta con un grupo de profesionales expertos en este campo, así como dispone de un conjunto de técnicas instrumentales que le permiten analizar con detalle toda la información recibida, elaborar series de datos relevantes y obtener conclusiones sin la necesidad de recurrir a fuentes externas que puedan ejercer algún tipo de influencia en la toma de decisiones de política monetaria.

4.3.3. ELEMENTOS PRINCIPALES DE LA ESTRATEGIA

En octubre de 1998 al definir la estrategia de la política monetaria única se puso especial énfasis en los tres elementos básicos de la misma. Aunque la definición del objetivo de la estabilidad de precios era una exigencia previa para que el BCE pudiese aplicar su estrategia, se decidió también asignar un papel destacado al dinero, y ante la incertidumbre existente sobre cómo funcionaría la relación entre la variable monetaria y la inflación a medio plazo, el BCE se vio obligado a incluir en la estrategia la utilización de un amplio conjunto de indicadores con el fin de controlar mejor la evolución de los precios. Analizaremos detenidamente cada uno de estos elementos.

⁶³ Vid. DOMINGO SOLANS, E. (1999): “*Monetary policy under inflation ...*”; op. cit.; pp. 3-4.

4.3.3.1. Definición cuantitativa del objetivo de la estabilidad de precios

El Consejo de Gobierno del BCE decidió anunciar públicamente la definición cuantitativa de la estabilidad de precios que iba a considerar en la aplicación de la política monetaria única. El objetivo de la estabilidad de precios ya había sido asignado por el Tratado de la Unión Europea⁶⁴, y al definir la estrategia el Consejo de Gobierno del BCE únicamente se limitaba a materializar numéricamente dicho objetivo.

La definición de este objetivo fue un acuerdo consensuado por parte del Consejo de Gobierno del BCE para la aplicación de la política monetaria única, y por tanto, no se sometería a revisiones periódicas como si fuese un simple objetivo que hay que adaptar continuamente a nuevas situaciones.

En este sentido, se define la estabilidad de precios como un incremento interanual del índice armonizado de precios al consumo (IAPC) para la euroárea por debajo del 2%, a mantener en el medio plazo⁶⁵.

La estabilidad de precios, como objetivo prioritario del BCE, contribuye al logro del resto de los objetivos comunitarios al propiciar un marco de estabilidad que genera inversión, crecimiento económico y empleo⁶⁶. La existencia de estabilidad facilita las decisiones de los agentes privados que tienen expectativas favorables respecto al comportamiento de los precios, fomentándose la competencia y la eficiencia económica.

⁶⁴ En el artículo 105 del TUE se señalaba que el objetivo principal del SEBC sería mantener la estabilidad de precios, y sin perjuicio de dicho objetivo el SEBC debería apoyar las políticas económicas generales de la Comunidad con el fin de contribuir a la realización de los objetivos comunitarios, que entre otros eran un crecimiento sostenible y no inflacionista y un alto nivel de empleo y protección social.

⁶⁵ Vid. BCE (1999): “La estrategia de política ...”; op. cit.; p.53.

⁶⁶ Vid. DOMINGO SOLANS, E. (1999): “La política monetaria del Banco Central Europeo” disponible en <http://www.ecb.int/key/sp981204.htm>; 4 de diciembre; p. 3.

Por tanto, la mejor contribución que puede hacer la política monetaria al logro de un alto nivel de empleo y crecimiento económico es mantener la estabilidad de los precios.

Igualmente, al hacer pública la definición cuantitativa de la estabilidad de precios se proporciona una guía clara para las expectativas de evolución futura de los precios⁶⁷, lo que refuerza la credibilidad del BCE, así como la transparencia y la rendición de cuentas en su actuación⁶⁸. El público es capaz así de evaluar la política monetaria, observando la definición del objetivo y la evolución del mismo en la práctica.

4.3.3.1.1. El Índice Armonizado de Precios al consumo (IAPC)

El IAPC fue creado inicialmente con el fin de evaluar la convergencia de precios alcanzada por la UE en la segunda fase del proceso de construcción de la UEM. Es un índice proporcionado por Eurostat, armonizado para todo el área⁶⁹. La utilización de este índice se justifica por ser el único que permite la agregación de los precios de consumo nacionales para llegar a una magnitud homogénea en todo el área⁷⁰, además de tener una cobertura suficiente y una disponibilidad temporal adecuada⁷¹.

En general, los agentes privados al evaluar el nivel de precios existente en una economía tienden a utilizar índices de precios al consumo, por ser los más adecuados al disponer de estadísticas frecuentes de los mismos que los hacen más familiares, por

⁶⁷ Vid. DUISENBERG, W. (2000): “*Making monetary policy in a broad monetary union*” disponible en <http://www.ecb.int/key/00/sp001012.htm>, 12 de octubre de 2000; p. 3.

⁶⁸ Vid. BCE (1999): “La estrategia de política ...”; op. cit.; pp. 52-53.

⁶⁹ *Ibíd.*

⁷⁰ Vid. VIÑALS, J. M. (1999): “*El marco general de la política ...*”; op. cit.; p. 40.

⁷¹ La calidad de los datos utilizados es fundamental para realizar un buen análisis. Esta calidad se refiere no sólo a la disponibilidad de los datos con el menor retraso posible, sino también a la fiabilidad de dichos datos, de forma que garanticen una descripción exacta de los fenómenos económicos y monetarios. Véase al respecto BCE (2001): “*Formulación de la política monetaria en un entorno ...*”; op. cit.; pp. 47-48.

tener escasa complejidad técnica y por estar calculados sobre una amplia cesta de bienes. Esto ocurre con el IAPC, aunque no obstante también presenta inconvenientes derivados de la aparición de sesgos de medición que dan lugar a una sobrevaloración de la tasa de inflación⁷².

En el caso concreto de la UEM el IAPC además es un indicador relativamente nuevo, del que no existen series históricas largas, lo que dificulta aún más la consideración de los sesgos de medición. A pesar de que Eurostat ha intentado minimizar o reducir estos sesgos, el valor asignado al IAPC para la definición de la estabilidad de precios incluye, aunque no explícitamente, estimaciones de los mismos al no fijar en 0% el límite inferior de los incrementos en el nivel de precios⁷³, lo que pone de manifiesto la incertidumbre que rodea la existencia y magnitud de dichos sesgos.

Por último, señalemos en este ámbito que la utilización de un índice armonizado pone de relevancia el hecho de que se considera el objetivo de la estabilidad de precios para el área del euro en su conjunto, y no para cada uno de los países a nivel individual⁷⁴. De esta forma, lo que se pretende al tomar las decisiones de política monetaria es evaluar las condiciones del área en conjunto y no las predominantes en zonas, regiones o países concretos⁷⁵.

⁷² La existencia de sesgos de medición surge principalmente por la aparición de cambios frecuentes que tienen lugar en el gasto de los agentes privados y en los bienes a los que se dirige dicho gasto, tanto en términos de mejoras como de empeoramiento en la calidad de los mismos. Véase el epígrafe 2.2.1.1. de esta Tesis Doctoral.

⁷³ Vid. BCE (1999): “La estrategia de política ...”; op. cit.; p. 53.

⁷⁴ Vid. DOMINGO SOLANS, E. (1999): “100 days of EMU ...”; op. cit., y LEDO, M. (1999): “La política monetaria ...”; op. cit.; pp. 95-103.

⁷⁵ La política monetaria de la UEM, por ser única e indivisible, debe tener en cuenta las variables en términos del área en su conjunto, lo que no significa despreciar dichas variables a nivel nacional, sino que si las diferencias en éstas son consecuencia de rigideces o desajustes propios que hay que superar, deben ser el resto de políticas económicas nacionales las que deban aplicar soluciones.

4.3.3.1.2. Contenido de la definición de la estabilidad de precios

La definición de la estabilidad de precios señala la preocupación por la inflación al referirse al incremento interanual del IAPC, pero al mismo tiempo está incluyendo la preocupación por la deflación al no admitir en el concepto de estabilidad de precios la posibilidad de reducciones prolongadas en el nivel del IAPC⁷⁶.

Se considera que la deflación no es compatible con el objetivo de la estabilidad de precios, al igual que los incrementos en el IAPC mayores al 2%. Del mismo modo, el BCE pone de manifiesto que la estabilidad de los precios no implica necesariamente un nivel de precios constante o una inflación del 0%⁷⁷.

De hecho, establecer un límite superior del 2% al incremento del IAPC muestra la opinión del BCE, que considera que tanto la existencia de sesgos positivos en la medición de la tasa de inflación como la presencia de rigideces nominales a la baja de precios y salarios, necesita de una tasa de inflación positiva para garantizar el ajuste de los precios relativos⁷⁸.

El establecimiento del límite de crecimiento del IAPC en el 2% se basa en la práctica utilizada por la mayoría de los bancos centrales nacionales en línea con el principio de continuidad en la estrategia de política monetaria del BCE, pero también utiliza como referencia la tasa de inflación media existente en los momentos previos al paso a la tercera etapa. En el Gráfico 4.1. se puede observar la evolución de la inflación individualmente por países miembros y conjunta para la UEM, medida ya en términos del IAPC, variable utilizada para la definición del objetivo.

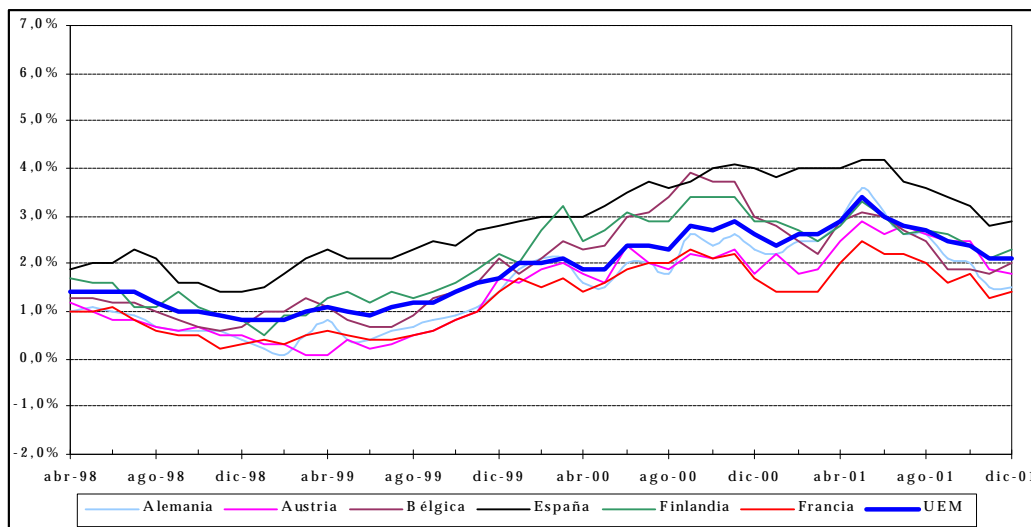
⁷⁶ Vid. LEDO, M. (1999): “La política monetaria ...”; op. cit.; p. 97.

⁷⁷ Vid. VIÑALS, J. M. (1999): “*El marco general de la política ...*”; op. cit.; p. 40.

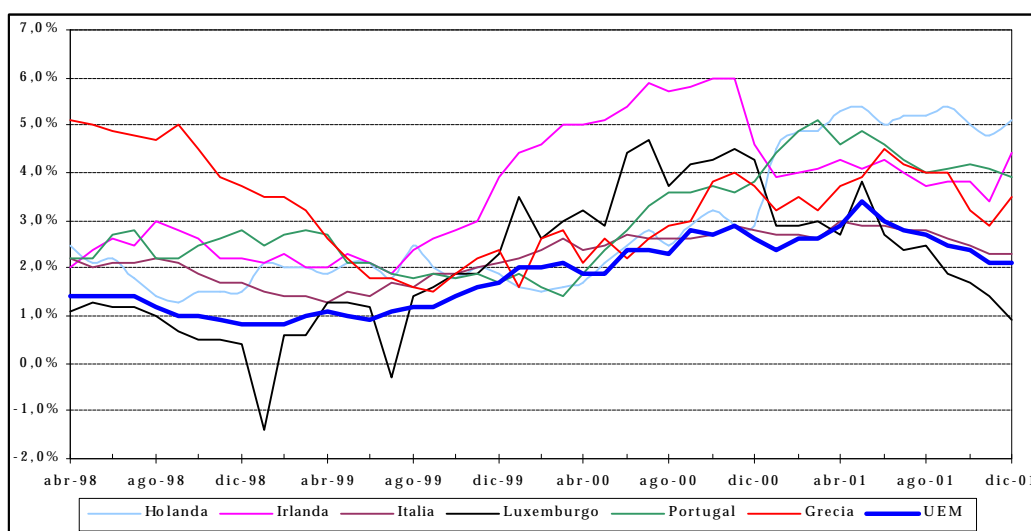
⁷⁸ Vid. LEDO, M. (1999): “La política monetaria ...”; op. cit.; p. 97.

Gráfico 4.1. Evolución del IAPC para la UEM y para los países miembros desde abril de 1998

(Tasas interanuales de variación)



Fuente: Elaboración a partir de datos obtenidos del Instituto Nacional de Estadística en su dirección web <http://www.ine.es>.



Fuente: Elaboración a partir de datos obtenidos del Instituto Nacional de Estadística en su dirección web <http://www.ine.es>.

* Incluimos la evolución del IAPC en Grecia para el mismo período analizado respecto a los demás países, aunque no obstante la determinación del IAPC del área sólo lo tiene en cuenta a partir de enero de 2001.

4.3.3.1.3. Horizonte temporal de medio plazo

Al definir la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno añadió la consideración del objetivo en el medio plazo, es decir, se admitió desde el principio la dificultad para conseguir la estabilidad de precios en el corto plazo. Esta dificultad se justifica por la existencia de una volatilidad a corto plazo en los precios, no derivada de factores estrictamente monetarios y que por tanto quedan fuera del control de la política monetaria. Así, la política monetaria no debe responder a las desviaciones transitorias de la tasa de inflación que se produzcan en el corto plazo, sino que debe dar una respuesta gradualista y acompasada⁷⁹ ante ciertas perturbaciones económicas imprevistas, cuyo impacto sobre los precios puede poner en peligro el objetivo de la estabilidad de precios.

Además, hay que tener en cuenta que la política monetaria actúa con cierto retraso y por tanto no es posible evaluar el comportamiento de la autoridad monetaria en un horizonte de corto plazo. En la práctica, no es posible mantener en todo momento la estabilidad de precios⁸⁰, lo que facilita una actuación más discrecional de la autoridad monetaria pero teniendo siempre presente el objetivo de la estabilidad de precios en el medio plazo.

Esta definición del objetivo de la estabilidad de precios en el medio plazo justifica la necesidad de utilizar un amplio conjunto de indicadores en la estrategia de la política monetaria única, que proporcionen la información suficiente para la toma de decisiones consecuentes con el logro del objetivo en dicho horizonte temporal.

⁷⁹ Vid. BCE (1999): “La estrategia de política ...”; op. cit.; p. 54.

⁸⁰ Vid. VIÑALS, J. M. (1999): “El marco general de la política ...”; op. cit.; p. 41.

4.3.3.2. El agregado monetario M_3 como indicador de referencia para la política monetaria única

El Consejo de Gobierno del BCE al definir la estrategia de la política monetaria única asignó un papel destacado a un agregado monetario amplio calculado para la euroárea. La utilización de este agregado, sin embargo, es simplemente como valor de referencia, indicativo de la situación monetaria y financiera y no como objetivo definido que hay que alcanzar.

La utilización del agregado monetario se considera uno de los dos pilares básicos⁸¹ sobre los que se apoya la estrategia de la política monetaria de la UEM, cumpliendo una de las pautas establecidas para un diseño adecuado de la misma, que ya señalaba la fuerte relación existente entre dinero e inflación y justificaba por tanto su participación explícita en la estrategia.

El dinero constituye un ancla nominal natural, firme y fiable para una política monetaria orientada al mantenimiento de la estabilidad de precios⁸².

⁸¹ La distinción entre los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE no es más que una distinción entre modelos o enfoques económicos sobre el análisis del proceso inflacionista. El primer pilar representa los enfoques monetarios que consideran que el dinero juega un papel fundamental en la evolución futura de los precios, mientras que el segundo, como veremos en un próximo apartado, se centra en el análisis del conjunto de factores no monetarios que igualmente condicionan la evolución de la inflación. Vid. BCE (2000): “Los dos pilares de la estrategia de ...”; op. cit.; p. 53.

⁸² Vid. BCE (1999): “La estrategia de política ...”; op. cit.; p. 54.

4.3.3.2.1. La importancia de los agregados monetarios en una estrategia de política monetaria

La inflación es a medio y largo plazo un fenómeno monetario, según el consenso existente hoy día al respecto⁸³. Por esta razón, el BCE al definir la estrategia de política monetaria utilizada para el logro del objetivo último de la estabilidad de precios quiso incluir alguna variable monetaria, que sirviera como indicador especial en la toma de decisiones, derivada de su fuerte relación con la inflación y por tanto con el objetivo de la estabilidad de precios. El análisis exhaustivo de los agregados monetarios y de la información que éstos contienen en términos de componentes y contrapartidas es, por tanto, una condición necesaria para el éxito de la política monetaria⁸⁴. Todo ello constituye el segundo pilar de la estrategia⁸⁵.

Al mismo tiempo, es necesario señalar que el ejercicio de la política monetaria depende en gran medida de los mecanismos de transmisión predominantes, que además se producen a través de distintas vías y con retardos variables e impredecibles. Por ello, el BCE ha definido una estrategia en la que además utiliza un conjunto amplio de indicadores que le proporcionan una valiosa información sobre la situación económica, monetaria y financiera y con la que poder evaluar los efectos que las decisiones de política monetaria tienen sobre la evolución del objetivo de la estabilidad de precios⁸⁶. Entre estas variables, los agregados monetarios ocupan un lugar destacado y su control

⁸³ La evidencia empírica ha propiciado el consenso generalizado de considerar la inflación como un fenómeno monetario a medio y largo plazo, derivado de tasas de crecimiento monetario superiores a la capacidad de crecimiento real de la economía a medio plazo. Vid. BCE (1999): “Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema”, *Boletín Mensual*, febrero; pp. 31-43.

⁸⁴ *Ibidem*, p. 31.

⁸⁵ Vid. BCE (2000): “Los dos pilares de la estrategia de ...”; *op. cit.*; p. 55.

⁸⁶ *Ibidem*, pp. 59-62.

por parte de la autoridad monetaria permite disponer de una información necesaria sobre la evolución futura de los precios⁸⁷.

El análisis y seguimiento de la evolución monetaria contribuye a evaluar la situación económica al identificar el origen de las perturbaciones que sufre una economía, debido a que en general los agregados monetarios están compuestos por activos que reaccionan ante cambios en la actividad económica, la riqueza o los tipos de interés⁸⁸.

En cualquier caso, no hay que olvidar el horizonte temporal de medio plazo en el que se observa la relación entre los agregados monetarios y la evolución de los precios, ya que en el corto plazo pueden aparecer factores específicos que sin influir en la observación de los agregados monetarios, distorsionen la evolución de los precios⁸⁹.

Por ello, es necesario que el análisis de los agregados monetarios sea exhaustivo, se apoye en técnicas analíticas avanzadas y permita comprender los factores económicos e institucionales que puedan tener impacto en la relación entre el dinero y los precios descontando los efectos específicos que se producen en el corto plazo⁹⁰.

Igualmente, el papel asignado a los agregados monetarios por el BCE se justifica también en las funciones que realiza, al igual que cualquier otro banco central. En primer lugar, el BCE mantiene el monopolio de emisión de dinero legal en el área del euro, generalmente expresado a través de la base monetaria, pudiendo influir

⁸⁷ Vid. NOYER, C. (2001): “*Current issues in monetary ...*”; op. cit.; y TRECROCI, C. y VEGA, J.L. (2000): “*The information content of M3 ...*”; op. cit.; pp. 7-8.

⁸⁸ Vid. SVENSSON, L. (1998): “*Inflation targeting...*”; op. cit.; pp. 32-33.

⁸⁹ Estas distorsiones pueden ser debidas a perturbaciones que afectan a la demanda de dinero o perturbaciones que afectan directamente al nivel de precios, como los derivados de cambios en los impuestos o en los precios de productos concretos como las materias primas.

⁹⁰ Vid. BCE (1999): “*Los agregados monetarios en el área...*”; op. cit.; p. 32.

directamente en la cantidad o precio del mismo⁹¹. Además, el BCE ha impuesto a las entidades de crédito operantes en el área el mantenimiento de un coeficiente de caja, que al mismo tiempo se convierte en un instrumento monetario para regular la liquidez. Por último, con el resto de instrumentos monetarios el BCE inyecta o drena liquidez en las operaciones que puede realizar con las entidades financieras, afectando a la cantidad de dinero existente en el mercado y a las condiciones de la misma.

Por tanto, los instrumentos monetarios que tiene a su disposición un banco central, en nuestro análisis el BCE, son los que le van a permitir controlar la cantidad de dinero existente en la economía, respondiendo o no a las mayores demandas de liquidez e influyendo sobre la expansión de la cantidad de dinero en su conjunto. Desde este punto de vista, el énfasis en la utilización destacada de los agregados monetarios en la estrategia, se justifica también porque su evolución condiciona la elección de los instrumentos a utilizar para aplicar las decisiones de la política monetaria.

4.3.3.2.2. La definición de los agregados en el área de euro

La definición adecuada de cualquier agregado monetario depende de la finalidad para la cual se seleccione dicho agregado⁹². En el caso del área del euro la finalidad de los mismos es permitir una aplicación homogénea de la política monetaria única, por lo cual en las fases previas de construcción de la UEM una de las tareas del IME fue recopilar, armonizar y elaborar las estadísticas necesarias para poder aplicar una política monetaria común. En concreto, se buscaba elaborar un balance consolidado del sector de

⁹¹ No obstante, como veremos a continuación, la base monetaria no resulta una magnitud adecuada para controlar la evolución monetaria debido a su excesiva sencillez, requiriéndose por tanto agregados más amplios.

⁹² Vid. BCE (1999): “Los agregados monetarios en el área...”; op. cit.; p. 33.

las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) sobre cuya base se calcularían los agregados monetarios del área⁹³.

4.3.3.2.2.1. Las Instituciones Financieras monetarias (IFM)

Las IFM son aquellas instituciones cuyos pasivos tienen una naturaleza monetaria. Comprenden tres grupos de instituciones⁹⁴:

- Los bancos centrales, entre los cuales se engloban tanto los BCNs como el BCE.
- Las entidades de crédito residentes, definidas por la legislación comunitaria como “empresas cuyo negocio es recibir del público depósitos y otros fondos reembolsables y conceder créditos por cuenta propia”.
- Las demás instituciones financieras residentes, cuyo negocio sea recibir depósitos y sustitutivos próximos de depósitos de otras entidades que no sean IFMs, así como conceder créditos y hacer inversiones en valores, actuando por cuenta propia (al menos, en términos económicos).

En relación al tercer grupo de las IFMs se ha definido el término de “sustituibilidad” en relación a las características de liquidez, de forma que dicha definición combina las características de transferibilidad, convertibilidad, certidumbre y negociabilidad⁹⁵, y cuando procede se tiene en cuenta también el plazo de emisión. En

⁹³ Vid. PAREJO, J.A., CUERVO, A., CALVO, A. y RODRÍGUEZ SÁIZ, L. (2000): “*Manual de Sistema Financiero Español*”. Ed. Ariel Economía, 14ª ed.; p.137.

⁹⁴ Vid. BCE (1999): “Los agregados monetarios en el área...”; op. cit.; p. 34.

⁹⁵ Transferibilidad en cuanto a la posibilidad de movilizar los fondos materializados en un instrumento financiero mediante facilidades de pago (cheques, órdenes de transferencia, cargos directos o medios similares); convertibilidad en cuanto a la posibilidad y el coste de convertir dichos instrumentos en efectivos o depósitos transferibles; certidumbre en cuanto a la posibilidad de conocer por adelantado y de manera precisa el valor liquidativo de un activo financiero; y negociabilidad en cuanto a que los valores deben cotizar y ser negociados regularmente en un mercado organizado. *Ibidem*.

este tercer grupo se incluyen en este sentido los fondos de inversión del mercado monetario, al considerar que satisfacen las condiciones de liquidez anteriores.

Para poder elaborar el balance consolidado de las instituciones financieras que sirva como base para el cálculo de los agregados monetarios, el Eurosistema recoge en una lista las IFMs que tienen obligación de enviar la información necesaria para elaborar dicho balance, aunque también existe la posibilidad de eximir de esta obligación a las IFMs de menor tamaño⁹⁶, siempre que las que sí proporcionan dicha información supongan al menos el 95% del balance total de las IFM del Estado miembro participante. La elaboración y actualización de la lista de IFMs es competencia del Comité Ejecutivo del BCE.

Para elaborar el balance consolidado, las entidades informantes están obligadas a remitir la información estadística relativa a su balance con periodicidad mensual, sin perjuicio de que con carácter trimestral se requiera información adicional. El objetivo principal es obtener datos mensuales de la actividad de las IFMs con suficiente detalle como para proporcionar al BCE un cuadro estadístico completo de las condiciones monetarias en el área, permitiendo también que el cálculo de los agregados monetarios y sus contrapartidas pueda realizarse de forma flexible. El balance consolidado del sector de IFM en el área del euro se recoge en el Cuadro 4.2.

⁹⁶ En el caso de las entidades sujetas al coeficiente de caja, aunque se les exima de la obligación de información para elaborar el balance consolidado, sí están obligadas a recopilar la información necesaria para calcular el coeficiente de caja. Un análisis detallado de las obligaciones de información en cada caso se encuentra en el anejo 4 del documento del BCE (1998): *“La política monetaria única en la tercera etapa: documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC”*; septiembre. Francfort.

Cuadro 4.2. Balance consolidado del sector IFMs

ACTIVO	PASIVO
1. Préstamos	1. Efectivo en circulación
2. Valores distintos de acciones	2. Depósitos de la Administración central
3. Acciones y participaciones	3. Depósitos de otras AAPP y de otros residentes en el área del euro.
4. Activos exteriores	4. Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario
5. Activo fijo	5. Valores distintos de acciones emitidos.
6. Otros activos	6. Capital y reservas
	7. Pasivos exteriores.
	8. Otros pasivos

Fuente: BCE (1999): “Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema”, *Boletín Mensual*, febrero; pp. 31-43.

Para un análisis más detallado de cada una de las partidas, véase también el anejo 4 del documento del BCE (1998): “*La política monetaria única en la tercera etapa: documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC*”, septiembre. Francfort.

4.3.3.2.2.2. Los criterios micro y macroeconómicos utilizados en la definición de los agregados

Al determinar los agregados monetarios utilizados en una estrategia de política monetaria, hay que basarse en dos perspectivas distintas de análisis: por un lado, la perspectiva microeconómica del tenedor individual de dinero, y por otro la perspectiva macroeconómica resultante del comportamiento conjunto de los tenedores de dinero⁹⁷.

⁹⁷ Vid. BCE (1999): “Los agregados monetarios en el área...”; op. cit.; p. 34.

La existencia de numerosos activos financieros sustitutivos cuyas propiedades y características cambian frecuentemente con el tiempo, dificulta la utilización de un único agregado claramente definido y sobre el que haya un consenso generalizado en la autoridad monetaria. Por esta razón, y basándose en las dos perspectivas de análisis anteriores, en general, los bancos centrales definen y utilizan varios agregados monetarios, desde los muy estrechos como la base monetaria hasta los más amplios que incluyen activos más relevantes para evaluar la situación monetaria y financiera.

Desde el punto de vista del tenedor individual de dinero hay que señalar que el dinero cumple tres funciones básicas en una economía: es medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor⁹⁸. Se considera que el dinero sólo puede cumplir de forma óptima⁹⁹ estas funciones si existe un marco de estabilidad de precios.

Al mismo tiempo, cuanto mejor se cumplen estas funciones por parte de un activo financiero, se dice que éste es más líquido y por tanto sustitutivo próximo del dinero. La liquidez de un activo financiero depende, como es sabido, tanto de la facilidad de su conversión en dinero a corto plazo, sin que la rapidez de dicha conversión suponga pérdidas en su valor, como de la certidumbre de que dicha conversión se realizará sin sufrir pérdidas¹⁰⁰.

Por tanto, según esta perspectiva la definición de los agregados monetarios debería recoger activos con un alto grado de liquidez y buenos sustitutivos del dinero, que cumpliesen las funciones anteriores, lo que nos daría un agregado monetario

⁹⁸ También se puede incluir una cuarta función del dinero como unidad de pagos diferidos. Véase para un mayor detalle de cada una de estas funciones, FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GÁMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): “*Política Monetaria...*”; op. cit.; p. 130.

⁹⁹ Vid. BCE (1999): “Los agregados monetarios en el área...”; op. cit.; p. 34.

¹⁰⁰ Vid. PAREJO, J.A., CUERVO, A., CALVO, A. y RODRÍGUEZ SÁIZ, L. (2000): “*Manual de Sistema...*”; op. cit.; p. 6.

estrecho, que sin embargo sería insuficiente para el banco central al no proporcionar toda la información relevante para la toma de decisiones de política monetaria. Por ello, habría que definir igualmente agregados monetarios más amplios que incluyesen activos con elevada liquidez y próximos al dinero, aunque no cumpliesen estrictamente todas las funciones del mismo.

En cuanto a la perspectiva macroeconómica, se pretende identificar cuáles son los agregados monetarios a utilizar en función de su relación con las variables macroeconómicas más importantes. Como consecuencia de la aplicación de la política monetaria, las variables más relacionadas directamente con los agregados monetarios son el nivel de precios y los tipos de interés. A nivel macroeconómico se distinguen tres criterios¹⁰¹:

- a) En primer lugar, la estabilidad de la demanda de dinero en términos de la estabilidad existente en la relación entre la cantidad de dinero y el nivel de precios, de forma que se pueda obtener la tasa de crecimiento monetario compatible con el objetivo de la estabilidad de precios¹⁰².
- b) En segundo lugar, la posibilidad de utilizar el dinero como indicador adelantado si el agregado monetario contiene información que ayude a predecir el nivel de precios futuro.
- c) Por último, el agregado monetario debe ser controlable, en el sentido de que el banco central pueda controlar su tasa de crecimiento en un horizonte temporal de corto plazo. Además, la posibilidad de control del agregado monetario por parte del banco central refuerza el principio de rendición de

¹⁰¹ Vid. BCE (1999): “Los agregados monetarios en el área...”; op. cit.; p. 35.

¹⁰² Vid. BRUGGEMAN, A. (2000): “The first pillar of the single monetary policy and its economic underpinning: long-term money demand in the Euro-area”, *Revue de la Banque*, nº 213; p. 85.

cuentas respecto a un valor establecido previamente para el crecimiento del mismo¹⁰³.

Al analizar estos criterios conjuntamente respecto a la definición de los agregados monetarios, se obtiene que los agregados amplios cumplen mejor los dos primeros, presentando mayor estabilidad y mejores propiedades como indicadores adelantados, mientras que los agregados más estrechos son más fáciles de controlar a corto plazo a través de los tipos de interés oficiales¹⁰⁴.

4.3.3.2.2.3. La definición de los agregados monetarios por el BCE

Teniendo en cuenta los criterios micro y macroeconómico, así como el balance consolidado de las IFMs, el BCE definió los agregados monetarios a utilizar, basándose en tres elementos claves¹⁰⁵:

- Una *definición armonizada del sector emisor de dinero*, formado por las entidades que emiten pasivos con un alto grado de liquidez frente a agentes que no son IFMs, localizadas en el área del euro, excluida la Administración Central. Incluye a las IFMs residentes en el área del euro.

¹⁰³ Existe cierta evidencia empírica de que el agregado monetario M_3 definido para el área del euro puede ser difícil de controlar a corto plazo, lo que puede justificar en parte el hecho de que no se haya utilizado una estrategia monetaria totalmente pura. Véase TRECROCI, C. y VEGA, J.L. (2000): “*The information content of M3 ...*”; op. cit.; p. 7.

¹⁰⁴ En general, los agregados estrechos contienen activos remunerados a tipos de interés próximos a los tipos de interés del mercado a corto plazo, por lo que son más dependientes de los movimientos al alza y a la baja de dichos tipos de interés, y por tanto menos estables, siendo más fácil de controlar su tasa de crecimiento frente a los agregados más amplios cuyos componentes al no estar remunerados a tipos próximos a los de mercado son más difíciles de controlar.

¹⁰⁵ Vid. BCE (1999): “Los agregados monetarios en el área...”; op. cit.; p. 36.

- Una *definición armonizada del sector tenedor de dinero*, que incluye a los agentes residentes en el área, que no son IFM. Es decir, se incluyen en este sector las familias, las empresas no financieras, las instituciones financieras que no son IFM, las Administraciones Territoriales y los fondos de la Seguridad Social. Se excluyen las Administraciones centrales, que se consideran un sector neutral con la excepción de incluir como una partida especial en la definición de los agregados monetarios los pasivos de la Administración Central que tienen carácter monetario¹⁰⁶.
- *Definiciones armonizadas de las categorías de pasivo* de las IFMs, que permiten distinguir éstos en función del grado de liquidez, al tiempo que tienen en cuenta las características de los distintos sistemas bancarios.

La armonización de los agregados monetarios del área del euro se hizo en dos fases. En la primera, desarrollada a comienzos de la década de los noventa por el antiguo Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales, la armonización se basó en utilizar el grado de liquidez de las distintas categorías de instrumentos nacionales existentes y aunque en la práctica se consiguió sólo un grado de armonización limitado, ya que las estadísticas utilizadas seguían siendo nacionales, sí existía una denominación distinta de los agregados armonizados frente a los no armonizados.

Con la creación del IME, comenzó la segunda etapa en este proceso, en la cual se elaboraron unas estadísticas monetarias y bancarias armonizadas proporcionando categorías homogéneas de sectores, instrumentos y vencimientos, así como las posiciones transfronterizas dentro del área.

¹⁰⁶ Entre estos se señalan las cuentas en entidades postales, las cuentas de ahorro nacional y las cuentas del Tesoro.

El nuevo sistema estadístico para el área del euro recogía la lista de IFM que debían proporcionar información¹⁰⁷, así como una especificación detallada de dicha información; todo ello con el fin de elaborar el balance consolidado de las IFM, y a partir de éste definir los agregados monetarios del Eurosistema en función del grado de liquidez de los activos, el cual responde a cuatro criterios básicos: transferibilidad, en cuanto a la posibilidad de movilizar los fondos mediante facilidades de pago; convertibilidad, en cuanto a la posibilidad y el coste de conversión de dichos activos en efectivo o depósitos transferibles; vencimiento, en términos del plazo fijado entre la fecha del contrato y la fecha de la amortización; y período de preaviso, en términos del plazo entre el momento en que el tenedor anuncia su intención de amortizar el instrumento y la fecha en que se le permite convertirlo en efectivo sin incurrir en penalizaciones¹⁰⁸.

4.3.3.2.4. Los agregados monetarios del área del euro

En base a lo señalado anteriormente el Eurosistema definió tres agregados distintos, según se recoge en el Cuadro 4.3.: un agregado estrecho M_1 , un agregado intermedio M_2 y un agregado amplio M_3 . Las diferencias entre ambos, como ya se ha señalado, se derivan del grado de liquidez de las partidas que incluyen.

¹⁰⁷ Vid. BANQUE DE FRANCE (1999): “Un agrégat monétaire large pour la zone euro”, *Bulletin de la Banque de France*, nº 62, febrero; pp. 49-60.

¹⁰⁸ Vid. BCE (1999): “Los agregados monetarios en el área...”; op. cit.; p. 37.

Cuadro 4.3. Composición de los agregados monetarios en la UEM

Pasivos	M1	M2	M3
Efectivo en circulación	X	X	X
Depósitos a la vista	X	X	X
Depósitos a plazo hasta dos años		X	X
Depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses		X	X
Cesiones temporales			X
Participaciones en FMM e instrumentos del mercado monetario			X
Valores distintos de acciones hasta dos años			X

Fuente: BCE (1999): "Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema", *Boletín Mensual*, febrero; pp. 31-43.

La definición de los agregados, como se puede observar, se basa en los pasivos emitidos por el sector de IFM así como por los pasivos monetarios emitidos por la Administración Central del área del euro (Tesoros), que se encuentran en manos del sector tenedor de dinero. Son posiciones de residentes mantenidas en IFM localizadas en el área del euro.

El agregado más estrecho M_1 está formado por el efectivo y los depósitos a la vista, es decir, los billetes y monedas en circulación, más los saldos fácilmente convertibles en dinero o que pueden utilizarse para pagos que no requieren de dinero en efectivo.

El agregado monetario M_2 incluye además de los componentes de M_1 los depósitos a plazo hasta dos años y los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses. En algunos casos estos depósitos pueden tener gran liquidez y por tanto ser considerados como partidas del agregado estrecho, pero por lo general tienen restricciones que les hacen menos líquidos, y por ello se engloban dentro de este agregado intermedio M_2 .

Por último, el agregado monetario M_3 incluye M_2 y valores negociables emitidos por el sector de IFM, que por su alto grado de liquidez y certidumbre en cuanto a los

precios son sustitutivos próximos de los depósitos. Debido a esta fácil sustituibilidad, M_3 se convierte en el agregado monetario más estable¹⁰⁹. Los valores negociables que se incluyen en este agregado son ciertos activos del mercado monetario como las participaciones en fondos del mercado monetario (FMM) y otros instrumentos del mercado monetario, las cesiones temporales y los valores distintos de acciones hasta dos años.

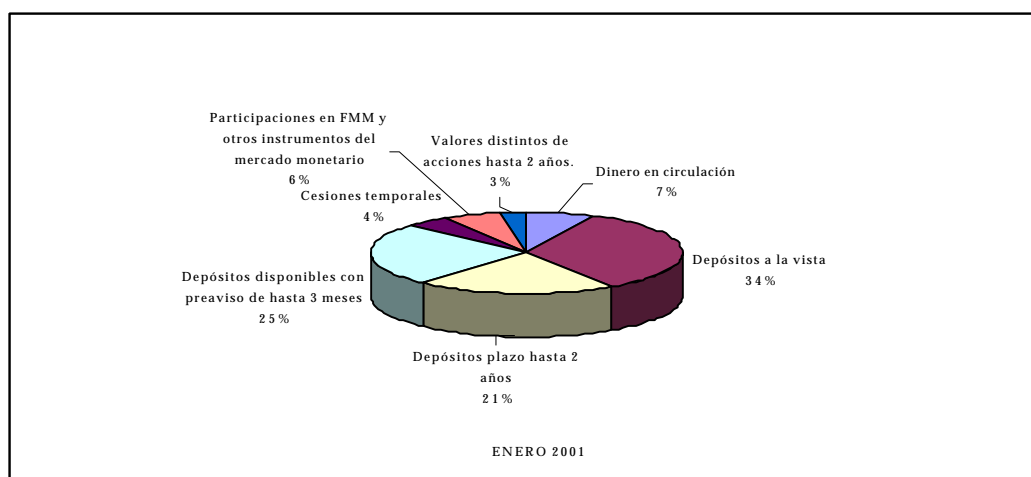
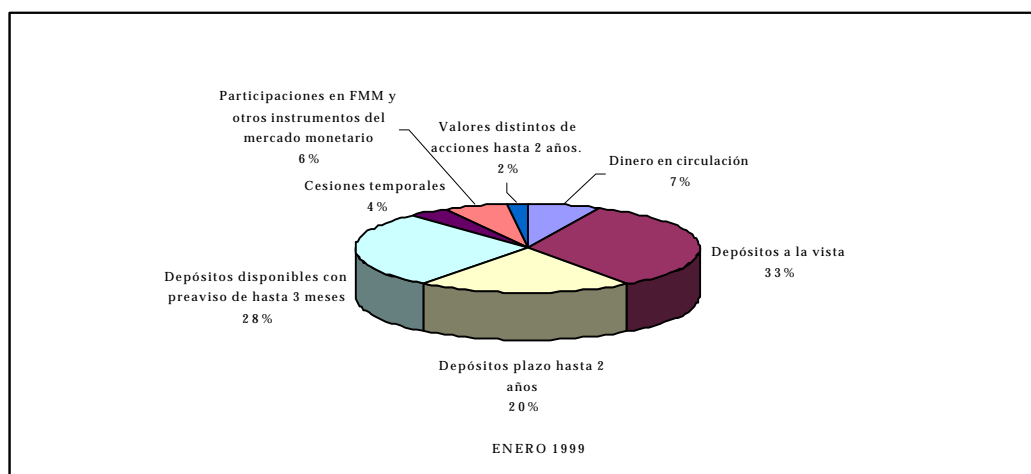
La distribución de los componentes de M_3 en enero de 1999, situación existente al inicio de la tercera fase, y su evolución hasta enero de 2001 aparece mostrada en el Gráfico 4.2.

Inicialmente se observa que los depósitos a la vista representan el mayor porcentaje de participación, seguidos en un porcentaje muy cercano por los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses y los depósitos a plazo hasta dos años, siendo los valores distintos de acciones los que aportan una menor participación en la composición de M_3 . Su evolución desde que comenzó la UEM en enero de 1999 hasta enero 2001, último período de referencia, muestra que tanto los depósitos a la vista como los depósitos a plazo hasta dos años han mantenido su participación en el agregado monetario. Sin embargo, los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses han ido disminuyendo esta participación, como ya se observaba en enero de 2000, cuando pasaron de tener un porcentaje del 28% al 27%, descenso más intensificado aún en el año 2001, con un porcentaje del 25%. El resto de componentes se han mantenido con una participación bastante estable a lo largo de estos dos años¹¹⁰.

¹⁰⁹ Vid. BCE (1999): “Los agregados monetarios en el área...”; op. cit.; p. 38.

¹¹⁰ No obstante, desde el inicio de la tercera fase se ha observado una gran expansión de los instrumentos negociables incluidos en M_3 , que en gran medida han sido adquiridos por no residentes, lo que ha obligado al BCE a corregir dichas partidas tratando de descontar el efecto de dichas adquisiciones por los no residentes, ya que en realidad no muestra estrictamente el contenido de M_3 , es decir, las tenencias de dinero de los residentes en el área y no de todos los adquirentes de dichos instrumentos.

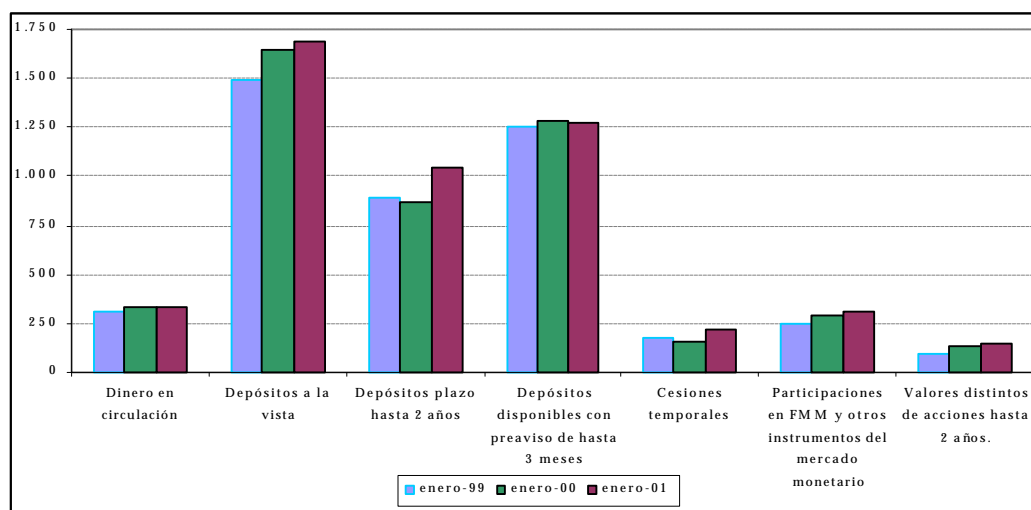
Gráfico 4.2. Composición del agregado monetario M₃ en 1999 y 2001
(Tasas interanuales de variación)



Fuente: BCE: “*Monetary developments in the euro area*”, varios años, en <http://www.ecb.int.statistics>.

Igualmente, en el Gráfico 4.3. podemos observar estos resultados en términos de saldos brutos en billones de euros.

Gráfico 4.3. Composición de M₃
(Saldos brutos a fin de período en billones de euros)



Fuente: BCE: "Monetary developments in the euro area", varios años, en <http://www.ecb.int.statistics>.

4.3.3.2.2.5. Evolución de los agregados monetarios en el área¹¹¹

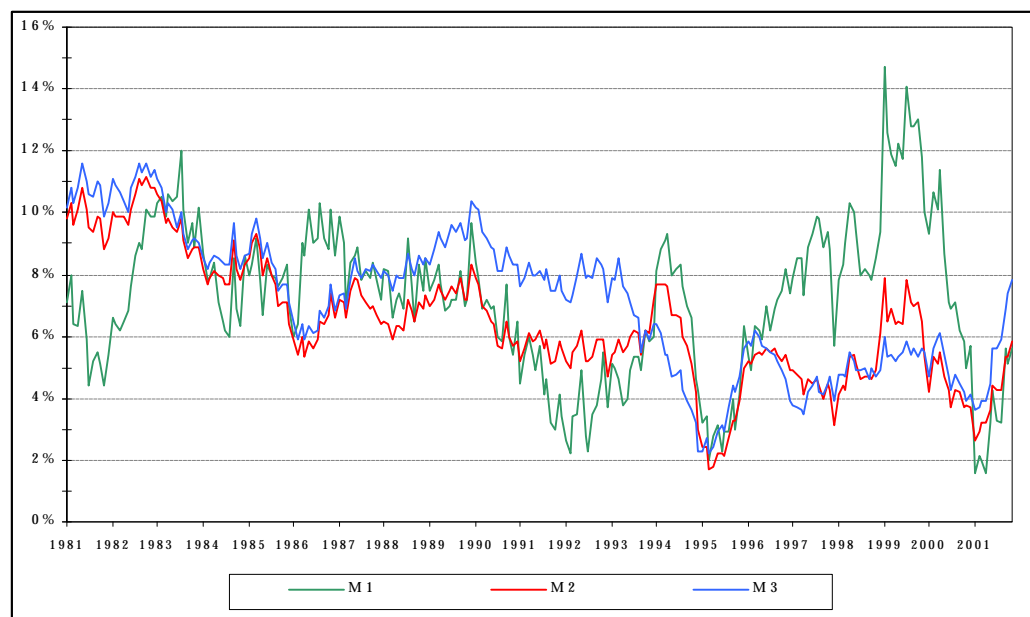
La evolución experimentada por los agregados monetarios desde 1981 que aparece en el Gráfico 4.4. muestra cómo los agregados M₂ y M₃ han seguido una tendencia muy similar excepto en el período que va desde mediados de 1987 hasta finales de 1994. En este período el mayor crecimiento del componente participaciones en FMM y otros instrumentos del mercado monetario se reflejó en la tasa de crecimiento de M₃. En cambio, el agregado estrecho M₁ es el que ha experimentado una mayor

¹¹¹ A partir de enero de 1999 los agregados monetarios para el área del euro se obtienen a partir del balance consolidado en euros del sector de IFM. Se dispone de este balance sólo desde septiembre de 1997 por lo que el análisis de series históricas largas necesarias para evaluar el comportamiento de los agregados monetarios a largo plazo requiere utilizar las estimaciones de los agregados proporcionadas por las autoridades nacionales. La agregación de los datos anteriores y posteriores a 1999 se realizó a través de los tipos de conversión irrevocables frente al euro, que se establecieron el 31 de diciembre de 1998. El proceso de recopilación y tratamiento estadístico necesario para la tercera fase se recoge en un documento publicado por el IME en 1996: "Los requerimientos estadísticos para la tercera fase". Véase también el

volatilidad siguiendo en algunos momentos la evolución de los otros dos agregados como ocurre desde finales de 1993 hasta finales de 1995, y en otros momentos una tendencia contraria¹¹².

Gráfico 4.4. Evolución de los agregados monetarios (1981-2001)

(Tasas interanuales de variación)



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.ecb.int/stats/stats.htm>

En particular, se puede observar cómo la evolución de los tipos de interés se refleja en la tasa de crecimiento del agregado M_1 con mayor intensidad que en M_2 o M_3 . El fuerte proceso de reducción de los tipos de interés experimentado desde finales de

anejo 4 del documento del BCE (1998): “*La política monetaria única en la tercera etapa: documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC*”; septiembre 1998.

¹¹² La mayor volatilidad se deriva de que el efectivo en circulación y los depósitos a la vista, componentes de M_1 , muestran una mayor sensibilidad a las variaciones de los tipos de interés frente al resto de componentes de M_3 .

1996 se refleja en tasas de crecimiento de M_1 superiores a cualquier otro momento del período analizado, como consecuencia de la mayor preferencia de activos más líquidos, alcanzando un punto máximo de crecimiento del 14,71% en enero de 1999. Igualmente, se puede observar el efecto de los sucesivos aumentos en el tipo de interés de las operaciones principales de financiación que han tenido lugar desde noviembre de 1999 y a lo largo de todo el año 2000, con un menor crecimiento del agregado monetario M_1 hasta niveles inferiores al 2%, indicativo de la mayor preferencia por otros activos alternativos, y dando de nuevo muestras de vigor ante las reducciones de los tipos de interés en el año 2001.

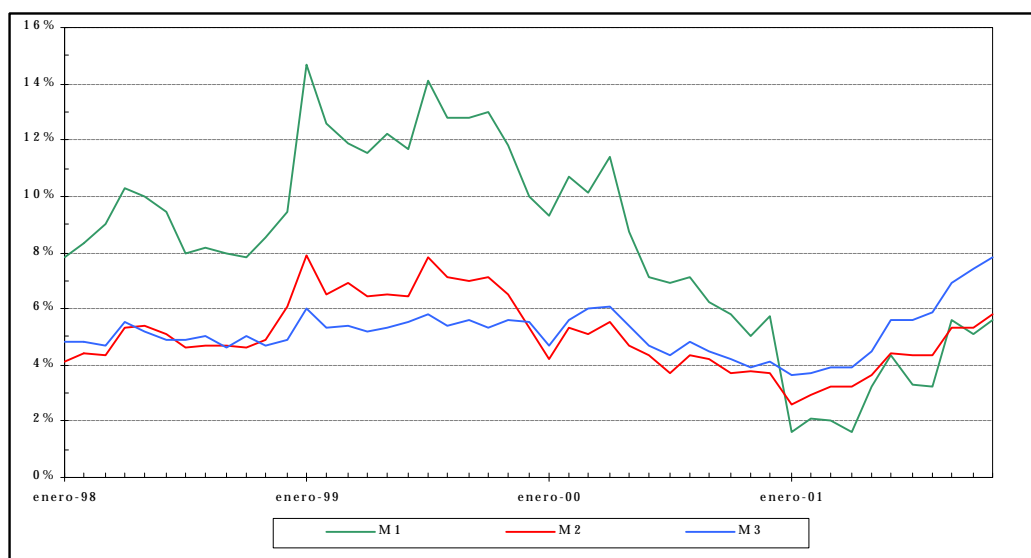
Por otra parte, se observa cómo hay una desaceleración en el crecimiento de los tres agregados desde comienzos de la década de los noventa, que se intensifica desde finales de 1993, alcanzando desde 1996 y hasta 1998 una estabilidad en la tasa de crecimiento de M_2 y M_3 entre el 3,5% y el 5%. El comportamiento más estable aún de M_3 en estos años ha facilitado la reducción de la tasa de inflación.

Al analizar más detenidamente la evolución para un período más reciente, como muestra el Gráfico 4.5., se observa que la evolución de la tasa de crecimiento de M_3 muestra una aceleración gradual a lo largo de 1999 y el primer semestre de 2000, en torno a tasas de crecimiento por encima del 5%. La tasa de crecimiento máxima en abril de 2000 fue del 6%. No obstante, a partir del segundo semestre y especialmente a finales de año, esta tasa empezó a reducirse, alcanzando niveles más moderados y acordes con los objetivos del BCE. Esta tendencia se mantuvo durante el primer trimestre de 2001, momento a partir del cual las tasas de crecimiento del agregado han vuelto a acelerarse alcanzando niveles superiores al 7% e incluso próximos al 8%. Al mismo tiempo, el comportamiento de M_1 desde enero de 1998 refleja las altas tasas de crecimiento de los componentes del mismo, motivado por los bajos tipos de interés existentes y la recuperación económica, crecimiento que se ha ralentizado desde finales de 1999 y que

durante el año 2000 y 2001 ha tendido a aproximarse al comportamiento de los agregados M_2 y M_3 , mostrando eso sí su mayor volatilidad.

Gráfico 4.5. Evolución de los agregados monetarios (1998-2001)

(Tasas interanuales de variación)

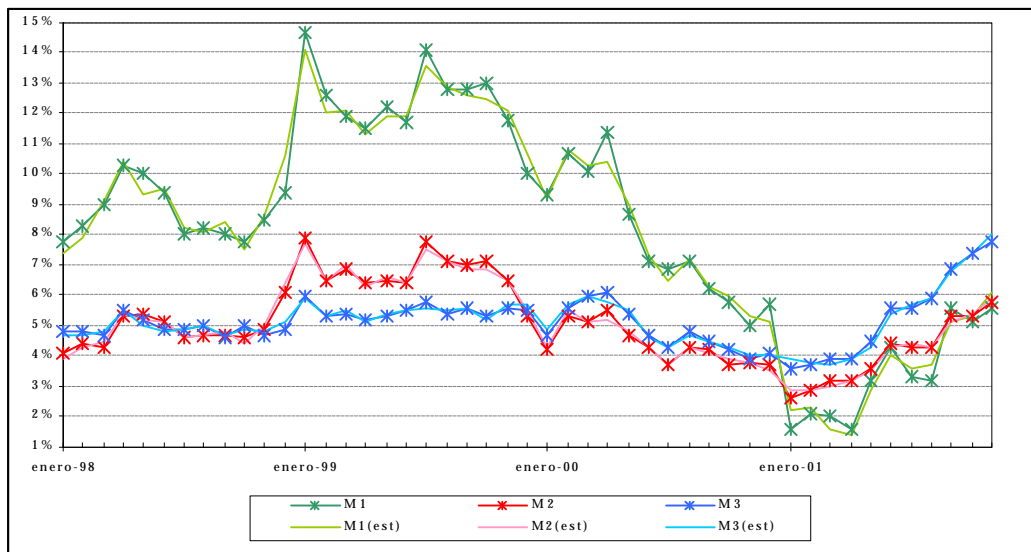


Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.ecb.int/stats/stats.htm>

Si observamos la evolución de las tasas de crecimiento de los agregados monetarios en relación a dichas tasas ajustadas de estacionalidad y efectos calendario, como muestra el Gráfico 4.6. obtenemos que los factores estacionales afectan con mayor virulencia a la evolución de M_1 , debido a los componentes que lo forman, siendo el efecto menor en M_2 y M_3 . Las tasas de crecimiento así muestran una senda más suave que la mostrada por las tasas de crecimiento oficiales¹¹³.

¹¹³ Los factores estacionales y efectos calendario son muy relevantes en el tratamiento de las estadísticas monetarias del área, ya que surgen por las diferencias en el funcionamiento de las tenencias de efectivo y los pagos en días concretos de la semana o períodos estacionales, modificando ligeramente las tasas de crecimiento, entre otras, de los agregados monetarios. Mediante técnicas estadísticas de ajuste, el BCE elimina dichos factores, obteniendo una serie más suavizada y ajustada a la realidad.

Gráfico 4.6. Evolución de las tasas de crecimiento de los agregados monetarios oficiales y ajustadas estacionalmente (1998-2001)
(Tasas interanuales de variación)



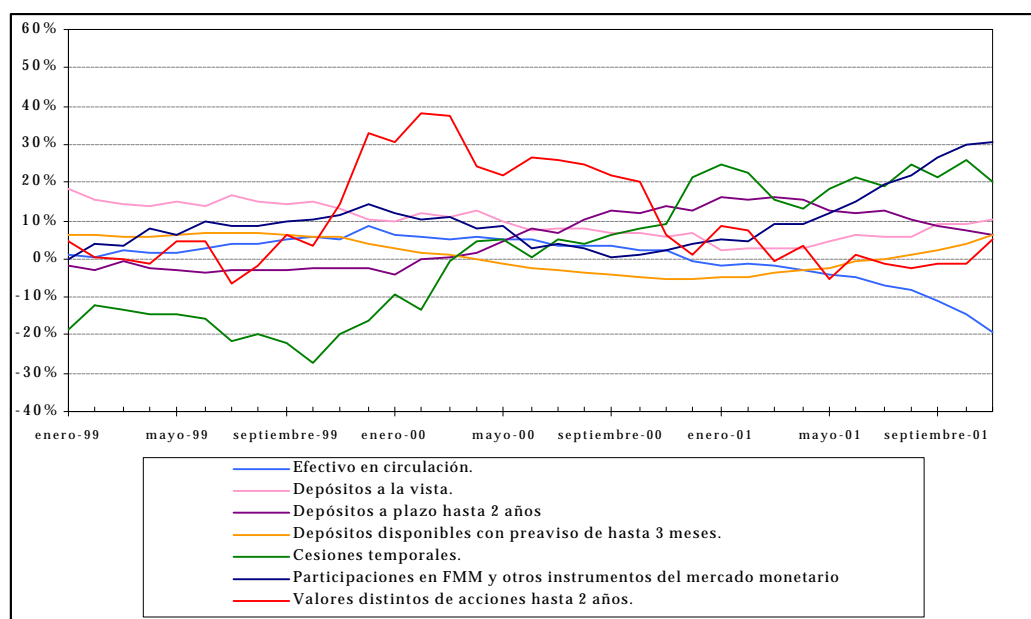
Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.ecb.int/stats/stats.htm>

La evolución por componentes que aparece en el Gráfico 4.7. muestra que el efectivo en circulación aumentó a lo largo de 1999 situándose en tasas de crecimiento próximas al 8%. Esta evolución del efectivo en 1999 se justifica tanto por los bajos tipos de interés existentes que suponían un menor coste de oportunidad de tener efectivo como por la expansión económica que estimuló la demanda de efectivo por motivo transacciones. En diciembre de 1999 el efectivo en circulación alcanzó su tasa máxima de crecimiento del 8,35%, como consecuencia de la mayor demanda de dinero por motivo precaución realizada por los agentes ante el proceso de transición al año 2000¹¹⁴. No obstante, a lo largo del año 2000 y de forma más acentuada en el 2001 se ha observado la situación contraria, ya que los sucesivos aumentos de los tipos de interés han hecho que dicha tasa se situase en niveles por debajo del 0%. Las reducciones de

¹¹⁴ Vid. BCE (2000): “Informe Anual 1999”; p. 12.

tipos de interés desde mayo de 2001 han acelerado dicha tendencia, situándose en tasas negativas próximas al 20%.

Gráfico 4.7. Evolución de los componentes de los agregados monetarios.
(Tasas interanuales de variación)



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.ecb.int/stats/stats.htm>

Los depósitos a la vista crecieron a lo largo de 1999 rápidamente, alcanzando dos máximos en la tasa de crecimiento, del 18,18% en enero de 1999 y del 16,61% en julio, mientras que en los años anteriores las tasas de crecimiento sólo habían alcanzado niveles próximos al 10%. El fuerte crecimiento de los depósitos a la vista en enero de 1999 responde a factores relacionados con el comienzo de la UEM, mientras que el crecimiento producido a lo largo del año se justifica, al igual que en la tasa de crecimiento del efectivo, por los bajos tipos de interés y unas expectativas económicas favorables que generaban una mayor demanda de activos líquidos. Durante el año 2000 se observó una reducción en dicha tasa respondiendo principalmente y al igual que el caso del efectivo en circulación a las continuas subidas en los tipos de interés, situándose

en niveles por debajo del 10%. La reducción de tipos de interés iniciada en mayo de 2001 ha propiciado un nuevo aumento en la tasa de crecimiento de estos depósitos situándose de nuevo en tasas cercanas al 10%.

Los depósitos a plazo de hasta dos años experimentaron tasas de crecimiento negativas durante el período de análisis hasta marzo de 2000, en que se observa un ligero crecimiento, intensificado fuertemente a lo largo del resto del año, alcanzando tasas superiores al 15%. Desde enero de 2001 dichas tasas se están reduciendo a un ritmo moderado situándose en niveles inferiores al 10%. En cambio, los depósitos disponibles con preaviso de tres meses se mantuvieron en tasas de crecimiento muy estables en torno al 6%. Desde diciembre de 1999 el crecimiento se ralentizó alcanzando tasas negativas de forma continuada a lo largo de todo el año 2000 y el primer semestre de 2001. No obstante, desde noviembre de 2000 dichas tasas inician una tendencia creciente, y actualmente se sitúan en el 5%.

La evolución de ambos tipos de depósitos muestra la falta de atractivo que ha supuesto para los inversores la captación de estos depósitos a corto plazo. Las circunstancias existentes a lo largo de 1999 y el primer semestre de 2000 hicieron que los depósitos a la vista tuvieran un mayor atractivo frente a otros depósitos a corto plazo, pero a partir de entonces la evolución fue más inestable. Actualmente, los tres tipos de depósitos se sitúan en tasas muy próximas.

La evolución de las cesiones temporales ha experimentado tasas de crecimiento negativas a lo largo de 1999, que muestran el poco atractivo de estos instrumentos. Sin embargo, desde octubre de 2000, se observa un crecimiento continuado que se mantiene actualmente, llegando a tasas de crecimiento elevadas como el 20% en noviembre de 2001.

Las participaciones en FMM y otros instrumentos monetarios muestran una evolución estable y ligeramente creciente durante 1999 para decrecer a lo largo del año

2000 y de nuevo un crecimiento acelerado desde enero de 2001 llegando a tasas cercanas al 30%.

Por último, los valores distintos de acciones con vencimiento de hasta un año iniciaron con 1999 un crecimiento negativo que experimentó un fuerte repunte a partir de septiembre de 1999 alcanzando en febrero de 2000 una tasa máxima de crecimiento próxima al 40%. A partir de este momento el crecimiento se vio ralentizado, disminuyendo hasta tasas cercanas al 0%, situación que con cierta inestabilidad se mantiene actualmente.

La evolución de estos dos últimos componentes se puede justificar principalmente por las expectativas respecto a la evolución de los tipos de interés, desde finales de 1999 y a lo largo de todo el año 2000, que generó una demanda inestable de los mismos, ante la incertidumbre existente en los mercados financieros sobre la evolución futura de los tipos de interés y por tanto de los rendimientos de los activos.

Esta evolución detallada nos permite observar el comportamiento inestable que han tenido los distintos componentes de los agregados monetarios, resaltando los importantes efectos que tienen en los mismos la evolución de los tipos de interés. De esta forma se analiza el papel que juegan las variables monetarias en la estrategia de la política monetaria única, determinante para la instrumentación de la misma por parte del BCE, a través de los movimientos en los tipos de interés.

4.3.3.2.3. La consideración de M_3 como valor de referencia: el primer pilar de la estrategia

La estrategia de política monetaria del BCE, como se ha señalado anteriormente, se apoya en dos pilares básicos: la consideración del agregado monetario M_3 como variable de referencia y la utilización de un conjunto amplio de indicadores.

Nos centraremos a continuación en el análisis del primer pilar, es decir, de la definición de un valor de referencia en términos de la tasa de crecimiento del agregado monetario M_3 . El valor de referencia se debe caracterizar por dos aspectos fundamentales¹¹⁵:

- a) El valor de referencia debe ser coherente con el objetivo de la estabilidad de precios y contribuir a su consecución. Para asegurar dicha coherencia el agregado monetario debe mantener una relación estable con el nivel de precios en el área del euro¹¹⁶.
- b) La definición de un valor de referencia permite evaluar continuamente la tasa de crecimiento del agregado, y la posibilidad de que existan desviaciones del mismo, las cuales en el caso de que sean sustanciales o prolongadas indican la existencia de riesgos para el objetivo de la estabilidad de precios a medio plazo, obligando a la autoridad monetaria a corregirlo. Para ello, es necesario que exista una relación estable entre el dinero y el nivel de precios, así como que el crecimiento monetario actúe como indicador adelantado de la evolución del nivel de precios.

Por otro lado, la definición de una variable de referencia implica que el BCE no actúa de forma mecánica ante cualquier desviación de ésta, ya que no es un objetivo intermedio cuyas desviaciones deban corregirse rápidamente. No existe un compromiso de actuación a corto plazo ante cualquier desviación del agregado respecto del valor de referencia, y por tanto, no hay necesidad de que la evolución respecto al valor de referencia sea controlable a corto plazo, sino simplemente observable para determinar la perturbación origen de dicha desviación y por tanto, si dichas desviaciones se mantienen

¹¹⁵ Vid. BCE (1999): “La estrategia de política ...”; op. cit.; p. 54.

¹¹⁶ La demanda de dinero se ha demostrado que es más estable para el conjunto del área que para los países considerados individualmente. Véase a este respecto el epígrafe 3.2.1.2. de esta Tesis Doctoral.

a medio plazo o desaparecen¹¹⁷. En este sentido, es fundamental también la información que proporcionen el resto de indicadores respecto a la evolución futura del nivel de precios¹¹⁸.

La elección del agregado monetario utilizado para definir la variable de referencia recayó en M_3 , por considerar que un agregado monetario amplio cumplía mejor las propiedades necesarias para establecer un valor de referencia en torno al mismo.

De los agregados monetarios disponibles por parte del BCE, el papel otorgado al agregado M_3 se ha justificado en la necesidad de utilizar un agregado monetario amplio cuya evolución recoja la máxima información posible para la toma de decisiones de política monetaria. Además, y como se ha observado en el Gráfico 4.4., la tasa de crecimiento de M_3 ha gozado de una estabilidad mayor a largo plazo frente a las tasas de crecimiento de los agregados más estrechos, especialmente M_1 .

Al mismo tiempo, el BCE ha considerado que existe una evidencia sólida¹¹⁹ de la fuerte relación existente entre el agregado monetario M_3 , el nivel de precios en el área del euro y otras variables, así como en las propiedades de M_3 como indicador adelantado de los precios, por lo que se ha optado por definir el valor de referencia en términos de dicha variable¹²⁰. Se considera, por tanto, que en la zona euro, se dan las condiciones para el anuncio de un valor de referencia cuantitativo para la tasa de crecimiento de M_3 .

¹¹⁷ Vid. BCE (1999): “Los agregados monetarios en el área...”; op. cit.; p. 43.

¹¹⁸ Se considera que existen factores no estrictamente monetarios que también influyen en la evolución de los precios, siendo necesario un período de tiempo suficiente para distinguir estos efectos y tomar las medidas oportunas en cada caso. Esta información adicional la proporcionan el resto de indicadores utilizados en la estrategia.

¹¹⁹ Vid. BCE (1999): “La estrategia de política ...”; op. cit.; p. 55.

¹²⁰ Vid. NOYER, Ch. (2000): “*Monetary policy-making in the euro area*” disponible en http://www.ecb.int/key/oo/sp000323_1en.htm, 23 de marzo de 2000.

Por tanto, el BCE basa este primer pilar en el control de forma continuada de la evolución del agregado monetario M_3 en relación a un valor de referencia definido para el mismo de forma cuantitativa y situado desde diciembre de 1998 en el 4,5%. Este valor de referencia permite el Consejo de Gobierno del BCE analizar y presentar al público la información contenida en los agregados monetarios amplios, siendo una guía coherente y creíble para la aplicación de la política monetaria única¹²¹.

4.3.3.2.4. La obtención del valor de referencia

El valor de referencia del crecimiento monetario se estableció de forma que fuese compatible con la estabilidad de precios, contribuyendo así a su consecución. Con este fin, el valor de referencia del 4,5% se calculó utilizando la relación entre el dinero, los precios, el PIB real y la velocidad de circulación del dinero proporcionada por la ecuación de cambios de Fisher¹²². Este valor de referencia se basa en la definición de la estabilidad de precios del Eurosistema y en supuestos sobre la evolución tendencial a medio plazo del PIB real y de la velocidad de circulación del dinero¹²³.

De esta forma, el crecimiento monetario de referencia se calculó en base a los siguientes supuestos a medio plazo:

¹²¹ Vid. BCE (1999): “La estrategia de política ...”; op. cit.; pp. 54-56.

¹²² La ecuación de cambios de Fisher establece la siguiente relación:

$$M \cdot V = P \cdot Y_r \quad \text{o en tasas de variación} \quad \dot{m} + \dot{v} = \dot{p} + \dot{y}_r,$$

donde M es la cantidad de dinero, V es la velocidad media de circulación del dinero, P es el nivel de precios existentes e Y_r es el nivel de renta real de la economía.

Véase FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GÁMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): “*Política Monetaria...*”; op. cit.; pp.40-41.

¹²³ Vid. BCE (1999): “La estrategia de política ...”; op. cit.; p. 55.

1. La estabilidad de precios definida cuantitativamente por el BCE en octubre de 1998, es decir, en términos de incrementos interanuales del IAPC inferiores al 2% para el área del euro.
2. Hipótesis realistas sobre el crecimiento tendencial del PIB real que lo situaban entre el 2% y el 2,5% anual¹²⁴.
3. Un supuesto relativo a la disminución de la velocidad de circulación de M_3 que se consideraba comprendida entre el 0,5% y el 1% anualmente¹²⁵.

A pesar de estos supuestos, al definir cuantitativamente el valor de referencia, el Consejo de Gobierno tuvo en cuenta que la definición de la estabilidad de precios suponía incrementos inferiores y no iguales al 2%, y que las estimaciones de disminución de la velocidad de circulación de M_3 estaban más próximas al 0,5% que al 1%, por lo que al anunciar públicamente el primer valor de referencia en diciembre de 1998, lo situaron en el 4,5%. Por tanto, un crecimiento monetario superior a este valor sería indicativo de la existencia de riesgos inflacionistas.

Al definir dicha variable de referencia se estableció que se revisaría anualmente en diciembre de cada año, para evitar que modificaciones sustanciales en alguno de los supuestos de partida no se incluyesen en la definición. Con este propósito, en diciembre de 1999, el Consejo de Gobierno revisó el valor de referencia y decidió mantenerlo en el valor del 4,5%, basándose en que los supuestos utilizados para la definición inicial prácticamente no habían variado¹²⁶. En diciembre de 2000 se volvió a revisar el valor de referencia considerándose adecuado seguir manteniendo dicha tasa de crecimiento de M_3

¹²⁴ Dicho supuesto se basa en estimaciones realizadas por el propio BCE y otros organismos internacionales.

¹²⁵ Para estimar dicha velocidad, se utilizaron dos métodos, los cuales obtuvieron resultados muy similares; estimar a partir de la evolución histórica de la velocidad de circulación y estimar relaciones de demanda de dinero con distintos supuestos de crecimiento del PIB real y de los precios. Véase BCE (1999): “Los agregados monetarios en el área...”; op. cit.; p. 42.

¹²⁶ Vid. BCE (2000): “Informe Anual 1999”; p. 11.

en el 4,5%¹²⁷. En diciembre de 2001 se ha vuelto a revisar este valor, siendo reconfirmado de nuevo por parte del consejo de Gobierno¹²⁸.

A pesar de que algunos de los supuestos utilizados para definir el valor de referencia estaban expresados en términos de bandas, el BCE prefirió anunciar públicamente un valor concreto para el crecimiento monetario de referencia en lugar de un intervalo, con el fin de evitar interpretaciones erróneas por parte de los agentes privados en el sentido de que la autoridad monetaria modificaría automáticamente los tipos de interés si se sobrepasaban los límites del intervalo¹²⁹. En este caso, el papel del agregado monetario no sería coherente con la consideración de valor de referencia, ya que estaría actuando estrictamente como un objetivo intermedio.

El valor de referencia definido de forma específica es utilizado por el Consejo de Gobierno del BCE para evaluar la situación monetaria y financiera a medio plazo, con el fin de analizar los riesgos que pueden suponer para el objetivo de la estabilidad de precios desviaciones significativas de la misma. La observación de estas desviaciones, como se ha señalado anteriormente, no exige una actuación inmediata de la autoridad monetaria a corto plazo, sino la realización de análisis adicionales complementados con la información proporcionada por un conjunto amplio de variables económicas, monetarias y financieras. En la práctica, se pretende identificar la perturbación origen de la desviación y si se considera que ésta supone un riesgo para el objetivo de la estabilidad de precios, la autoridad monetaria deberá actuar para contrarrestarla. Al mismo tiempo, la existencia de un valor de referencia anunciado públicamente facilita

¹²⁷ El Consejo de Gobierno del BCE decidió reconfirmar el valor de referencia del 4,5% para el crecimiento de M_3 , basándose en la evidencia disponible respecto al comportamiento tendencial del producto potencial y la velocidad media de circulación del dinero, que seguían manteniéndose en los niveles establecidos respecto a dicho comportamiento en 1998. Véase BCE (2000): “Evolución monetaria y financiera del área”, *Boletín Mensual*, diciembre; pp. 10-11.

¹²⁸ Vid. BCE (2001): “Evolución monetaria y financiera del área”, *Boletín Mensual*, diciembre; pp. 11-13.

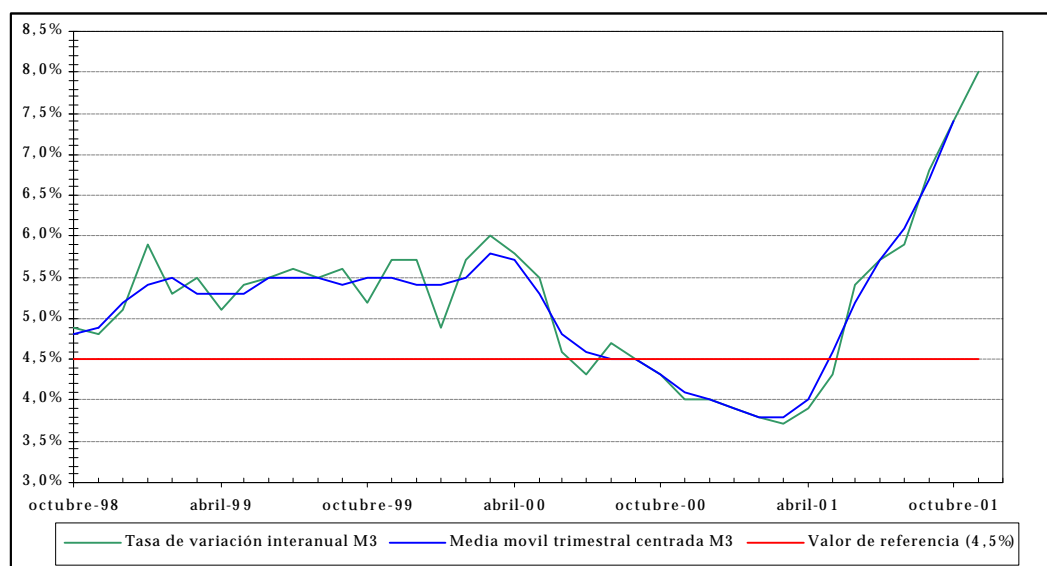
¹²⁹ Vid. BCE (1999): “La estrategia de política ...”; op. cit.; p. 56.

que los agentes privados puedan entender fácilmente las decisiones de política monetaria tomadas mediante el análisis de la evolución del agregado monetario M_3 en relación al valor de referencia. Esto hace que la estrategia de la política monetaria única sea más clara y transparente.

Con el fin de poder analizar la evolución de M_3 , el Consejo de Gobierno del BCE decidió que sería más adecuado utilizar medias móviles de tres meses de las tasas mensuales de crecimiento interanual de M_3 , con el fin de suavizar los datos obtenidos para cada tasa de crecimiento mensual. La evolución del agregado monetario M_3 se observa en el Gráfico 4.8., donde además se recoge la media móvil trimestral y el valor de referencia existente desde enero de 1999.

Gráfico 4.8. Evolución del agregado monetario M_3 en relación al valor de referencia

(Tasas interanuales de variación)



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.ecb.int/stats/stats.htm>

La tasa de crecimiento interanual de M_3 aumentó gradualmente a lo largo de 1999 y el primer semestre del año 2000, disminuyendo a lo largo de todo el segundo

semestre hasta niveles próximos al 5%. No obstante, a partir del segundo trimestre de 2001 la tasa de crecimiento ha vuelto a acelerarse rápidamente alejándose de nuevo significativamente del objetivo hasta situarse en tasas próximas al 8%. Por su parte, la media móvil trimestral ha mantenido la misma tendencia respectivamente, pero suavizada. El último valor analizado a estos efectos, correspondiente a noviembre de 2001, se sitúa en el 7,4%, casi tres puntos porcentuales por encima del valor de referencia.

En general, la expansión monetaria muestra que a lo largo de 1999 tanto el bajo coste de oportunidad de mantener activos líquidos como la reactivación económica provocó una mayor demanda de dinero para transacciones, generando un crecimiento elevado de estos componentes y por tanto del agregado M_3 . Durante los primeros meses del año 2000 este crecimiento continuó siendo intenso, comenzando a frenarse desde mayo y a lo largo del resto del año, alcanzando tasas más próximas al valor de referencia. Durante el primer semestre de 2001, la situación se mantuvo bastante estable con tasas de crecimiento entre el 3,75% y el 5%. Sin embargo, a partir de julio comienza una aceleración muy rápida, intensificada por la incertidumbre generada tras los atentados terroristas del 11 de septiembre en los EE.UU., que se ha traducido en una mayor preferencia de los inversores por los activos más líquidos, situando las tasas de crecimiento del agregado M_3 en niveles próximos al 8%. En el Gráfico 4.8. se puede observar esta evolución de forma detallada.

Al revisar el valor de referencia en 1999, el Consejo de Gobierno del BCE consideró que la evolución en dicho año no justificaba una variación del valor de referencia observando igualmente que desde noviembre de 1999 la media móvil trimestral permanecía estable. La revisión realizada en diciembre de 2000 confirmaba de nuevo este valor, ya que la tendencia mostraba que a pesar de la aceleración en los primeros meses del año, el crecimiento en aquel momento era más estable en tasas inferiores al valor del 4,5%. Por último, la revisión efectuada en diciembre de 2001 ha

mantenido de nuevo el valor de referencia en el 4,5%, a pesar de las elevadas tasas de crecimiento del agregado observadas en los últimos meses. El Consejo de Gobierno ha considerado que se siguen manteniendo las condiciones en que se basan los supuestos para el cálculo del valor de referencia del 4,5%, y que las elevadas tasas de crecimiento del agregado se han debido a factores coyunturales transitorios que, en su opinión, no suponen riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo¹³⁰.

La abundancia de liquidez y el alejamiento del valor de referencia en 1999 y el primer semestre de 2000 hizo que el BCE plantease continuas decisiones de aumento de los tipos de interés, como veremos en un próximo capítulo, con el fin de intentar frenar el exceso de liquidez en la zona euro. Igualmente se consideraba que el crecimiento del crédito concedido al sector privado había sido excesivo y causa también de la expansión monetaria, por lo que el aumento de los tipos de interés podría tratar de contrarrestarlo. Dichos aumentos consiguieron su efecto, planteando como respuesta al cambio de tendencia una reducción de los tipos de interés desde mayo de 2001. Dicha relación no se justifica desde septiembre de 2001, momento en que, como ya hemos señalado, la incertidumbre generada por los atentados terroristas del 11 de septiembre ha motivado actuaciones coordinadas de los Bancos Centrales para dirigir los tipos de interés al margen de las consideraciones anteriores.

¹³⁰ El repunte experimentado por la tasa de crecimiento del agregado M_3 se explica en gran parte por el ajuste del agregado monetario amplio tras el fuerte incremento del nivel de los precios, como consecuencia de los aumentos en los precios del petróleo y los alimentos, e igualmente por los cambios en la composición de las carteras de los inversores. Los cambios en la composición de las carteras, a su vez, se han producido por la evolución de los mercados bursátiles, y en particular desde el 11 de septiembre por la incertidumbre generada. Véase BCE (2001): “Evolución monetaria y ...”; op. cit.; p. 13.

4.3.3.3. La utilización de un amplio conjunto de indicadores: el segundo pilar de la estrategia

El papel predominante asignado a los agregados monetarios en la estrategia de la política monetaria única permite obtener una información rigurosa para la aplicación de la misma, pero sin embargo los resultados obtenidos no son suficientes para proporcionar una visión completa de la situación económica existente, y por tanto del contexto en el que se toman las decisiones de política monetaria.

Por esta razón, y con el fin de obtener una información lo más completa posible que permitiese evaluar las perspectivas de precios y los riesgos que pudieran surgir para el objetivo de la estabilidad de precios en el área del euro, el Consejo de Gobierno del BCE, como ya vimos, al definir la estrategia de política monetaria que utilizaría desde enero de 1999, estableció lo que se denomina el segundo pilar de la misma, basado en la utilización de un amplio conjunto de variables económicas y financieras, que completarían la información obtenida del comportamiento de los agregados, facilitando así su adopción de decisiones de política monetaria.

4.3.3.3.1. La evaluación de las perspectivas de evolución de los precios basada en un análisis detallado de un conjunto de variables informativas

A corto y medio plazo, la evolución de los precios no se ve influida sólo por las tendencias monetarias, sino también por un conjunto de factores no monetarios¹³¹. Con el fin de analizar estos factores el Consejo de Gobierno del BCE ha definido un conjunto de variables informativas, cuyo análisis se pretende que permita evaluar las perspectivas de evolución futura de los precios y por tanto de los riesgos para el objetivo de la

¹³¹ Vid. BCE (1999): “El papel de los indicadores de coyuntura en el análisis de la evolución de los precios en el área del euro”, *Boletín Mensual*, abril; pp. 31-46.

estabilidad de los mismos. Teniendo en cuenta esta finalidad, muchas de las variables incluidas cumplen propiedades que les permiten actuar como indicadores adelantados de la evolución futura de los precios¹³².

El seguimiento y análisis de este conjunto de variables contribuye a identificar las fuerzas que determinan la evolución general de los precios, distinguiendo entre los factores de carácter temporal y las fuerzas subyacentes o permanentes de dicha evolución¹³³. Respecto a los factores temporales, se ha de señalar que responden a factores de naturaleza exógena con efectos específicos sobre los precios, y que pueden ser factores externos como los aumentos de los precios de las materias primas o internos como los cambios en los tipos impositivos. Por su parte, los factores subyacentes hacen referencia a las fuerzas generadas por la dinámica subyacente de la economía nacional, reflejada en las condiciones de la oferta y la demanda¹³⁴.

Entre estas variables se han definido distintos índices de precios y costes, índices de mercado de trabajo, el tipo de cambio, los rendimientos de los activos financieros, los tipos de interés, medidas de la actividad real, indicadores de política fiscal y encuestas de confianza, tanto empresariales como de consumidores. Además, como una variable adicional también se han definido las previsiones de inflación obtenidas a partir de la evolución de cada una de las variables anteriores, elaboradas no sólo por el BCE sino también por otras autoridades, organismos internacionales o participantes en el mercado. Inicialmente, el BCE estableció que no publicaría previsiones de inflación propias, con el fin de evitar una interpretación simplista de las predicciones de inflación que obligase a modificar automáticamente los tipos de interés¹³⁵, pero desde diciembre de 2000, y

¹³² Vid. BCE (1999): “La estrategia de política ...”; op. cit.; p. 56.

¹³³ *Ibídem*, y LEDO, M. (1999): “La política monetaria ...”; op. cit.; p. 98.

¹³⁴ Vid. BCE (2000): “Los dos pilares de la estrategia de ...”; op. cit.; p. 56.

¹³⁵ *Ibídem*.

ante las presiones externas recibidas, publica dichas previsiones dos veces al año, en junio y en diciembre.

A pesar de toda la información que proporcionan estas variables, en la interpretación de las mismas el Consejo de Gobierno debe guiarse por la cautela, ya que el escenario donde se desarrolla la política monetaria es relativamente novedoso, con una moneda única, y unas características específicas del área. Las circunstancias concretas existentes en cada momento, así como cualquier cambio estructural e institucional condicionan los efectos que las distintas variables puedan tener sobre la evolución de los precios, lo que hace que el análisis de estas variables sea aún más complejo¹³⁶.

Esta dificultad se observó especialmente en los primeros meses de existencia de la UEM, y aunque actualmente sigue existiendo cierta incertidumbre que impide actuar mecánicamente¹³⁷, sí es cierto que los análisis de las variables utilizadas y de las previsiones de inflación son cada vez más rigurosos.

Por tanto, se puede afirmar que tanto el análisis de las variables a nivel individual como el de las previsiones de inflación, permiten al Consejo de Gobierno del BCE tener una referencia concreta del entorno macroeconómico y de las perturbaciones que afectan a la economía, y pueden tener consecuencias sobre la evolución de los precios. Este análisis se actualiza y revisa continuamente con los últimos datos existentes, al tiempo que se anuncian públicamente en cada Boletín Mensual del BCE bajo la rúbrica de “Evolución económica en el área del euro”.

¹³⁶ Vid. BCE (1999): “El papel de los indicadores de ...”; op. cit.; p. 46.

¹³⁷ Vid. BCE (2001): “Formulación de la política monetaria ...”; op. cit.; pp. 52-54.

4.3.3.3.2. Las variables utilizadas como indicadores de la situación económica y financiera

El Consejo de Gobierno del BCE ha definido un conjunto de variables para analizar la situación económica y financiera que se pueden agrupar en cuatro categorías¹³⁸: indicadores de coyuntura, indicadores del mercado financiero, encuestas sobre expectativas de inflación y previsiones de inflación.

La combinación de los resultados proporcionados por estas variables permite tener una visión global sobre la situación económica y financiera y los efectos que ésta pueda tener en la evolución de los precios, de forma que la autoridad monetaria tenga una opinión clara de la orientación que debe dar a la política monetaria¹³⁹. No obstante, hay que matizar que en ocasiones la información proporcionada por estas variables puede ser contradictoria, por lo cual no debe ser interpretada aisladamente sino en un cuadro general coherente con la situación existente.

Analizaremos a continuación los distintos tipos de variables utilizadas por el BCE, así como su influencia en la evaluación del comportamiento de los precios.

4.3.3.3.2.1. Los indicadores de coyuntura

Entre los indicadores más importantes que ha seleccionado el BCE para desarrollar el segundo pilar de su estrategia de política monetaria se encuentran un numeroso grupo de variables o indicadores de coyuntura, con los que se pretende ofrecer una visión global de la situación económica de la UEM en el ámbito interno pero también en relación a la situación existente a nivel internacional.

¹³⁸ Vid. BCE (1999): “El papel de los indicadores de ...”; op. cit.; p. 46.

¹³⁹ *Ibidem*.

Evolución económica de la zona euro

- **Indicadores de precios y costes**

La definición del objetivo de la estabilidad de precios en términos del IAPC implica, de forma evidente, que uno de los indicadores básicos de la evolución económica del área deben ser los precios. La elección del IAPC como variable de seguimiento para analizar la evolución de los precios se justifica en que el objetivo de la política monetaria única está definido en términos de esta variable, siendo además una variable de carácter global¹⁴⁰, que recoge los precios de los bienes y servicios de consumo, los cuales representan el final del proceso productivo. Por esta razón, este indicador se considera el más adecuado para evaluar el comportamiento general de los precios en el área del euro. La serie del IAPC, existente desde 1995, se considera además que cumple con los requerimientos del BCE para el análisis de los precios en términos de fiabilidad, comparabilidad y disponibilidad¹⁴¹.

Al mismo tiempo que se analiza el IAPC también se consideran otros indicadores de precios que pueden aclarar las causas del comportamiento del IAPC. En este sentido, se presta especial atención, por un lado, a los precios de las materias primas y a los precios de importación con el fin de averiguar si las variaciones en los precios tienen su causa en factores de oferta, y por otro, a los precios de los bienes industriales cuyo

¹⁴⁰ Se considera que un índice de precios al consumo es la suma de todas las tendencias inflacionarias y deflacionarias de la economía, lo que es coherente con que el énfasis se centre en los precios de consumo. Véase BCE (1999): “El papel de los indicadores de ...”; op. cit.; p. 24.

¹⁴¹ Eurostat publica mensualmente datos del IAPC y de 77 componentes distintos del mismo. Por su parte, el BCE publica mensualmente datos del IAPC y de 5 componentes principales cuya ponderación para el cálculo del IAPC es la siguiente: alimentos elaborados 13,4%, alimentos no elaborados 9%, bienes industriales no energéticos 32,5%, energía 8,8% y servicios 36,3%. Véase BCE (1999): “El papel de los indicadores de ...”; op. cit.; pp. 35-36.

índice hace referencia a los precios de los bienes manufacturados en cada una de las fases del proceso productivo previas al consumo final¹⁴².

Por último, el BCE también considera relevante la utilización de índices de costes, concretamente los costes laborales unitarios, dependientes no sólo de los aumentos salariales sino también de la tasa de productividad del trabajo. A pesar de que individualmente los índices anteriores proporcionan información sobre la situación económica existente, se debe tener en cuenta que los salarios son un componente más de los costes totales del proceso productivo y podrán influir en el comportamiento de dichos costes con distintos retardos y en diferente cuantía en función del comportamiento del resto de componentes de los costes¹⁴³.

Respecto a la evolución de estos indicadores¹⁴⁴, como se observa en el Gráfico 4.9., se puede afirmar que el IAPC ha mostrado una tendencia alcista a lo largo de 1999 que se ha intensificado a lo largo del año 2000 y los primeros meses de 2001, indicando el alejamiento del objetivo de la estabilidad de precios. Esta trayectoria ascendente se justifica principalmente por la evolución de los precios de las materias primas, en concreto del petróleo y los precios de los alimentos no elaborados, y por la evolución del tipo de cambio del euro, que se ha depreciado fuertemente frente al dólar y el yen japonés, como veremos al referirnos al papel de estos indicadores, efectos que se transmiten con cierto retraso al índice general. Desde mayo de 2001 comienza una tendencia a la reducción del IAPC, motivado igualmente por la reducción en las tasas de crecimiento de los componentes anteriores, encontrándonos actualmente en una situación cercana al objetivo.

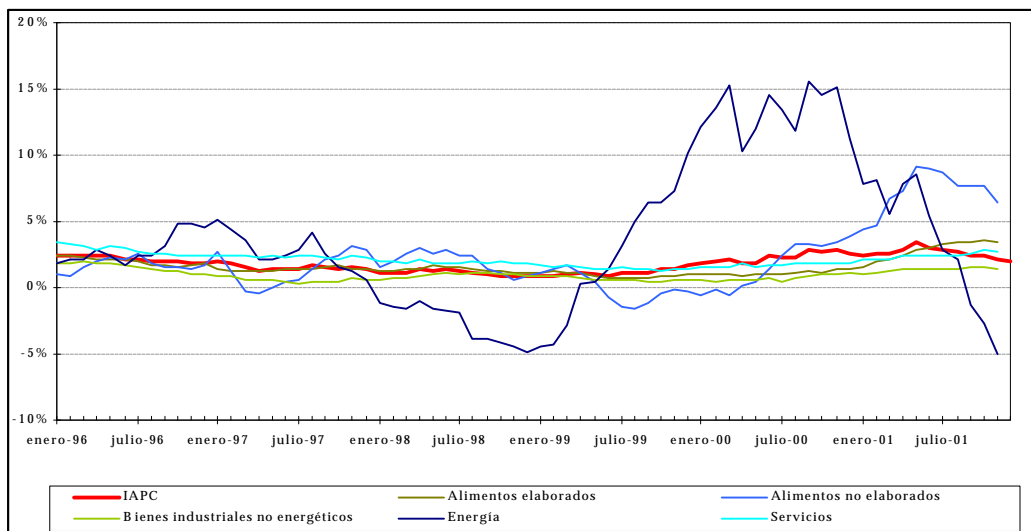
¹⁴² Vid. BCE (2000): “Indicadores de precios y costes de la zona euro: una panorámica general”, *Boletín Mensual*, agosto; p. 33.

¹⁴³ *Ibidem*.

¹⁴⁴ Vid. BCE (2000): “*Informe Anual 1999*”; op. cit.; pp. 25-27.

En concreto, respecto a los precios del petróleo, se ha de señalar que desde marzo de 2000 su evolución ha fluctuado bastante como consecuencia de las continuas decisiones respecto a la variación de la oferta de este producto por parte de la OPEP.

Gráfico 4.9. Evolución del IAPC y sus componentes
(Tasas interanuales de variación)

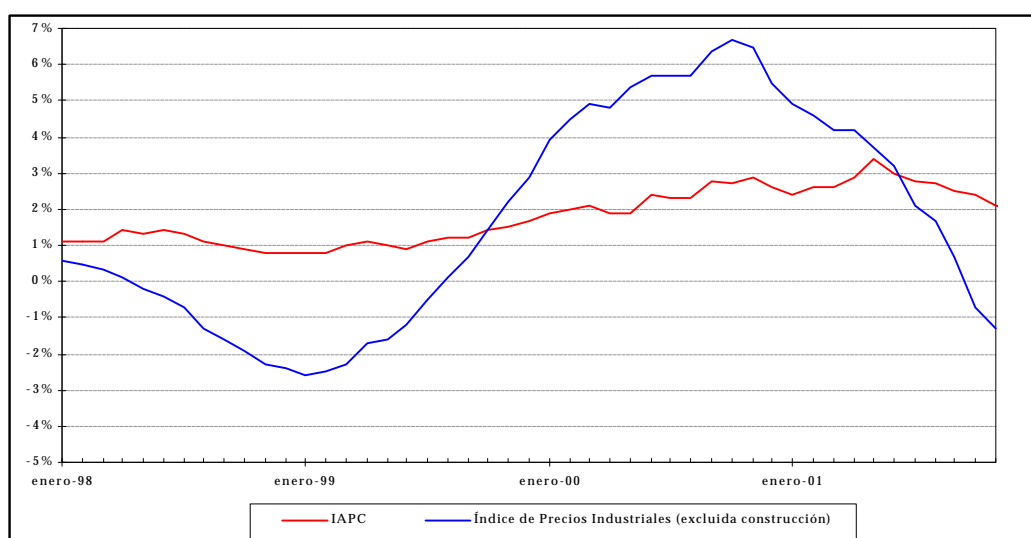


Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.ecb.int/stats/stats.htm>

Además, desde septiembre de 1999 los precios de los alimentos experimentan una tendencia creciente frente a los meses anteriores en que mostraban tasas de crecimiento negativas. En ambos casos, estas tasas han estado motivadas por el comportamiento de los precios de los alimentos no elaborados. El resto de componentes del IAPC, alimentos elaborados, bienes industriales no energéticos y servicios han mostrado una evolución más moderada a lo largo de 1999 y 2000, creciendo ligeramente a lo largo del año 2001.

Respecto a los precios industriales, hay que señalar que a pesar de que parte del gasto en consumo corresponde a bienes manufacturados, la evolución de ambos índices desde el inicio de la UEM¹⁴⁵ sigue tendencias diferentes como se observa en el Gráfico 4.10., lo que muestra un debilitamiento de la relación entre los bienes industriales y el conjunto de bienes y servicios finales.

Gráfico 4.10. Evolución del IAPC y el Índice de Precios Industriales
(Tasas interanuales de variación)



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.ecb.int/stats/stats.htm>

Por su parte, los costes laborales unitarios experimentaron un crecimiento medio durante 1999 del 1,3%, crecimiento especialmente acusado durante el primer semestre y que se redujo a finales de año, manteniendo esta tendencia durante el primer semestre de 2000, momento a partir del cual éstos comenzaron a crecer de nuevo, situación que se ha

¹⁴⁵ Esta tendencia ya se manifestaba anteriormente al inicio de la UEM, en general por las siguientes razones: limitación de las producciones recogidas en el índice de precios industriales frente al índice de precios al consumo, decisiones empresariales que evitan el traslado de los aumentos de precios industriales a los precios de consumo e inclusión en los precios de consumo de impuestos indirectos y subvenciones.

intensificado a lo largo del año 2001. Esta evolución de los costes laborales unitarios tiene su justificación principalmente en el fuerte crecimiento salarial experimentado, el cual sólo se ha compensado con mejoras en la productividad desde el tercer trimestre de 1999, como se puede observar en el Cuadro 4.4. No obstante, desde el tercer trimestre del año 2000 se observa un retroceso en la productividad, con el consiguiente efecto negativo en los costes salariales.

Cuadro 4.4. Evolución de otros índices de costes

(Tasas interanuales de variación)

	97	98	99	00	1997				1998				1999				2000				2001		
					I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
Precios industriales	1,1	-0,8	-0,4	5,5	0,8	1,0	1,5	1,1	0,5	-0,2	-1,2	-2,2	-2,5	-1,5	0,1	2,2	4,4	5,3	5,9	6,2	4,6	3,7	1,5
Costes laborales unitarios	0,7	0,2	1,3	1,1	2,1	0,5	0,3	-0,3	-1,5	0,0	0,3	1,1	1,7	1,8	1,2	0,4	0,4	0,5	1,4	1,8	2,2	2,5	2,4
Remuneración por asalariado	2,2	1,4	2,2	2,5	2,6	2,4	1,9	1,7	1,1	1,1	1,2	1,4	1,7	2,3	2,1	2,2	2,5	2,2	2,4	2,2	2,3	2,5	2,5
Productividad del trabajo	1,6	1,3	0,9	1,4	0,5	1,9	1,4	2	2,6	1	1,1	0,2	0,0	0,5	0,9	1,8	2,1	1,7	1,0	0,4	0,2	0,0	0,1

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.ecb.int/stats/stats.htm>

- Índices de producción y demanda

En primer lugar, debemos señalar que el BCE ha definido la brecha de producción o “output gap”, como el indicador más relevante para proporcionar una información completa de las condiciones globales de la demanda y la oferta de la economía, entendiendo este índice como la diferencia entre el nivel de producción efectivo y el nivel de producción potencial¹⁴⁶.

¹⁴⁶ La producción potencial viene definida por la tasa de crecimiento del PIB real sostenible a medio plazo.

Por lo general, una brecha de producción positiva es indicativa de presiones inflacionistas y una brecha negativa de presiones deflacionistas, en mayor medida cuanto mayor sea el tamaño de dicha brecha de producción¹⁴⁷. No obstante, este indicador no puede utilizarse como un indicador central para analizar la situación económica, principalmente por la dificultad existente en la práctica para obtener el valor del nivel de producción potencial (y por lo tanto, la magnitud de la brecha de producción) de la economía¹⁴⁸. Por ello, la evaluación se centra en el comportamiento efectivo de la producción real en relación a una tasa de crecimiento tendencial a medio plazo, estimada y situada por el BCE, como se ha señalado anteriormente, en una banda entre el 2% y el 2,5%, y coherente con las estimaciones de otros organismos internacionales.

Adicionalmente, se analiza la evolución sectorial tanto de la producción como de la demanda. En primer lugar, respecto a la demanda, hay que destacar el índice de producción industrial por ser el componente de la producción más sensible a los ciclos económicos, sobre el que además existen datos fiables con una periodicidad mensual y retardos relativamente cortos, por lo que su estudio permite comprobar el estado y fortaleza de la economía y su orientación, así como su influencia en la evolución de los precios. Por otro lado, también se analiza la evolución del sector de los servicios, que al estar más fuertemente condicionado por factores internos, proporciona señales más claras sobre la evolución de los precios en el área¹⁴⁹.

En cuanto a la demanda, se analizan los principales indicadores componentes de la misma. El consumo privado representa aproximadamente un 60% del PIB real total por lo que ofrece una visión significativa del comportamiento de la demanda total. El

¹⁴⁷ No obstante, el grado de presión que pueda ejercer la brecha de producción sobre los precios depende en gran medida de cuál sea el factor restrictivo, el capital o el trabajo.

¹⁴⁸ Vid. BCE (1999): "El papel de los indicadores de ..."; op. cit.; p. 38-39.

¹⁴⁹ *Ibidem*.

consumo público supone el 15% del PIB total del área, provocando por tanto fluctuaciones acentuadas en la demanda agregada, aunque a medio y largo plazo la política fiscal puede tener efectos positivos si se considera sostenible, al fomentar la confianza industrial y la de los consumidores. Igualmente, la evaluación de la inversión permite determinar las presiones sobre los precios procedentes de fluctuaciones cíclicas de la demanda, teniendo un impacto importante también por el lado de la oferta de la economía. La inversión en existencias, a pesar de tener una participación pequeña permitirá explicar las variaciones coyunturales del PIB.

Por último, también hay que señalar la importancia de las exportaciones como determinante de la demanda, y por tanto, la influencia que pueda tener sobre la evolución de los precios; no obstante, el nivel de las exportaciones estará condicionado por la evolución exterior que analizaremos posteriormente, concretamente en términos tanto del tipo de cambio como de la situación de las economías externas.

La evolución de estos indicadores que aparece en el Cuadro 4.5. muestra que a lo largo de 1999 y 2000 respecto a 1998 se produjo un repunte del crecimiento del PIB real, especialmente a partir del segundo trimestre. Este crecimiento se ha visto frenado desde finales de 2000. Al analizar sectorialmente, se puede señalar que dicho comportamiento se ha manifestado con especial énfasis en el sector industrial, siendo la evolución del sector servicios más estable.

Respecto a los componentes de la demanda, hay que señalar que la recuperación económica de años anteriores ha sido posible tanto por el crecimiento de la demanda interna que se mantuvo bastante estable hasta 1999, disminuyendo ligeramente a partir de entonces, y con mayor énfasis a lo largo del 2001, como por la demanda externa, que ha experimentado desde el cuarto trimestre de 1999 un vigoroso crecimiento, ralentizado igualmente a partir del 2001. Las importaciones han mantenido una tendencia creciente desde el mismo momento, siendo más intensa a lo largo del año 2000 por el encarecimiento de los productos importados debido a la depreciación del euro, por lo

que la tasa de exportaciones netas se ha reducido progresivamente. A pesar de que durante el año 2001 las exportaciones e importaciones han caído, la tasa de exportaciones netas ha aumentado ligeramente respecto al 2000.

Por otro lado, el crecimiento estable de la demanda interna se explica por un crecimiento sostenido del consumo privado a lo largo de 1999 y 2000, un ligero aumento del consumo público a lo largo del mismo período y un crecimiento en torno a tasas del 5% para la formación bruta de capital, favorecida por la situación favorable de los tipos de interés a finales de 1998 y el primer semestre de 1999¹⁵⁰. La situación actual muestra una importante desaceleración desde el cuarto trimestre del 2000, reflejada en el comportamiento de las variables anteriormente señaladas.

Cuadro 4.5. Evolución del producto y la demanda por componentes

(Tasas interanuales de variación. Precios constantes)

	1997	1998	1999	2000	1997				1998				1999				2000				2001		
					I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
Producto interior bruto	2,3	2,9	2,6	3,4	1,7	2,2	2,3	2,8	3,5	2,8	2,5	2,0	1,8	2,1	2,6	3,4	3,7	3,9	3,2	2,8	2,5	1,6	1,4
Demanda interna	1,7	3,5	3,2	2,8	1,2	1,5	1,4	2,5	3,6	3,1	3,4	3,2	2,9	3,0	3,0	3,2	2,8	3,5	2,7	2,2	1,7	1,0	0,8
<i>Consumo privado</i>	1,6	3,0	3,2	2,6	1,1	1,6	1,2	1,9	2,7	2,7	3,3	3,1	2,7	2,7	2,6	2,9	2,8	3,3	2,4	1,9	2,0	1,8	1,8
<i>Consumo público</i>	1,3	1,2	2,2	1,9	1,5	1,1	0,6	0,2	1,0	0,9	0,7	1,0	1,4	1,5	1,7	1,7	2,2	2,2	1,6	1,6	2,0	2,0	2,1
<i>Formación bruta de capital</i>	2,3	5,1	5,4	4,3	3,1	1,0	1,5	3,1	5,9	3,3	4,6	3,6	3,9	5,6	5,7	5,4	5,3	4,9	3,8	3,2	1,4	-0,4	-1,3
Exportaciones	10,4	7,3	5,2	11,9	6,3	10,6	12,9	11,3	11,8	8,9	5,2	2,1	0,5	2,5	5,6	10,0	11,6	11,7	12,3	12,0	8,8	5,2	0,8
Importaciones	9,0	10,0	7,2	10,7	4,9	8,8	10,6	10,9	12,9	10,6	8,1	6,1	3,7	5,2	7,1	9,7	9,8	10,9	11,4	10,7	7,0	3,7	-0,6

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.ecb.int/stats/stats.htm>

¹⁵⁰ Vid. BCE (2000): “Informe Anual 1999”; op. cit.; pp. 30-35.

- Índices del mercado de trabajo

Respecto a los indicadores del mercado de trabajo, es necesario señalar en primer lugar que algunos de ellos pueden desempeñar un doble papel; por un lado, la evolución del mercado de trabajo y la utilización de la capacidad productiva pueden ser indicativos de los desajustes entre la oferta y la demanda, y por tanto de las presiones sobre los precios, y por otro, la evolución de los ingresos por salarios y por beneficios condiciona el comportamiento de la demanda. De esta forma, se pone de manifiesto la importancia de estos indicadores para evaluar la situación económica existente¹⁵¹.

El indicador del mercado de trabajo más relevante es la tasa de desempleo, aunque no se considera una medida muy precisa de la situación existente en el mercado de trabajo, ya que no siempre una reducción de esta tasa equivale a un aumento en la tasa de empleo, debido a la existencia de otros determinantes en la misma que condicionan la situación del mercado de trabajo como por ejemplo la evolución de la población activa.

Al mismo tiempo, una elevada tasa de desempleo no se corresponde con una presión a la baja sobre los salarios, ya que gran parte del desempleo existente hoy día tiene un fuerte componente estructural, derivado de las características institucionales y la regulación existente en los distintos mercados de trabajo. Por esta razón, hay que observar con atención las variaciones en el empleo y el desempleo como indicadores más adecuados de la existencia de presiones al alza o a la baja de los salarios, de forma que las variaciones en el empleo y desempleo también se manifiestan en su componente estructural¹⁵².

¹⁵¹ Vid. BCE (1999): “El papel de los indicadores de ...”; op. cit.; p. 42.

¹⁵² *Ibíd.*

Por otro lado, la influencia que puedan tener las variaciones salariales en los costes y precios de la economía depende en gran medida de la evolución de la productividad, y en este sentido, se vuelve a señalar la importancia de los costes laborales unitarios en la determinación de los precios industriales.

Respecto a la evolución del empleo, éste creció a lo largo de 1999 un 1,5% frente al 1,4% de 1998, creciendo incluso hasta el 2% a finales del 2000 y principios del 2001. No obstante, a lo largo del año 2001 el crecimiento del empleo se ha desacelerado rápidamente, volviendo a tasas cercanas al 1%.

Que dicho crecimiento no fuese mayor en 1999 es un reflejo del crecimiento del empleo en el sector industrial que disminuyó en ese año, principalmente como consecuencia de ser el sector más sensible al impacto de la evolución internacional. Las menores tasas de crecimiento en este sector, por otro lado, han sido compensadas en gran medida por el crecimiento del empleo en el sector servicios, beneficiado a su vez por el crecimiento de la demanda interna. No obstante, desde finales de 1999, se observa una mejora en el crecimiento del empleo industrial explicado en gran medida por la recuperación de dicho sector¹⁵³, lo que junto al continuado crecimiento del empleo en el sector servicios ha permitido alcanzar tasas en torno al 2%. Sin embargo, dicho crecimiento se ha ralentizado a partir del segundo trimestre de 2001, como consecuencia de la desaceleración económica producida a escala internacional.

Igualmente la positiva evolución del empleo durante 1999 y 2000 en la zona refleja tanto el comportamiento de los costes laborales, derivado de la moderación salarial existente y los recortes en los costes laborales no salariales, como la adopción de políticas públicas y programas de creación de empleo con la finalidad de reducir las

¹⁵³ Vid. BCE (2000): “*Informe Anual 1999*”; op. cit.; pp. 36-37.

rigideces existentes en el mercado de trabajo. Desde finales de 2000 dichos costes han comenzado a acelerarse.

La tasa de desempleo, por su parte, se ha venido reduciendo de modo continuado desde 1998 alcanzando en diciembre de 2000 una tasa del 8,8%, la más baja desde 1992, y limitada en cierta medida por el crecimiento de la población activa, que se ha mantenido en una tasa constante de aproximadamente el 0,6%. El ritmo de disminución del paro fue más intenso en el primer semestre del 2000. La situación existente actualmente muestra una tasa de desempleo en torno al 8,5%.

- Evolución fiscal

Aunque con menor énfasis que en los índices anteriores, también se considera que los cambios en la política fiscal pueden influir en la evolución de los precios, tanto por el lado de la oferta mediante las variaciones en los impuestos indirectos y las subvenciones, como por el lado de la demanda al modificar los impuestos sobre la renta o los beneficios o los costes laborales no salariales, cuyo ejemplo más claro son las cotizaciones a la Seguridad Social.

Los efectos de estos factores, en principio, pueden considerarse transitorios al producir el impacto en los precios en un solo momento, pero igualmente pueden provocar presiones importantes en los precios o reforzar las existentes, por lo que deben ser considerados al evaluar la situación económica existente¹⁵⁴.

No obstante, la evaluación de los efectos de la política fiscal para el área no es sencilla, debido a que la responsabilidad de la política fiscal le corresponde a cada Estado miembro y por tanto pueden existir diferencias importantes en las finanzas

¹⁵⁴ Vid. BCE (1999): “El papel de los indicadores de ...”; op. cit.; p. 45.

públicas de cada país. A pesar de ello, en general, la tendencia seguida por los países de la UEM muestra mejoras en las situaciones presupuestarias a lo largo de 1999, favorecidas tanto por la mejora de la situación económica como por los bajos tipos de interés. El déficit público del área se situó en el año 2000 en el 0,7% frente al 1,2% de 1999 y el 2% de 1998, principalmente por la disminución del gasto público en relación al PIB y por el leve aumento de los ingresos públicos. Las previsiones para el año 2001 muestran un ligero aumento del déficit público hasta situarse en el 1,1%.

La orientación de la política fiscal en los países miembros continúa actualmente en la senda de consolidación de las finanzas públicas¹⁵⁵ con el fin de alcanzar posiciones coherentes con las pautas establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Entorno macroeconómico internacional

El análisis de la situación económica internacional es un factor importante a tener en cuenta por el Consejo de Gobierno del BCE, con el fin de obtener la máxima información posible sobre el escenario en que se sitúa la UEM, y por tanto la influencia que los factores externos puedan tener en la situación coyuntural de la misma. La actividad económica en el resto del mundo afecta a las exportaciones del área influyendo en la demanda total, y por tanto en los precios, pero además hay otros factores cuyo efecto sobre los precios es más directo como las variaciones en los precios exteriores, que condicionan los precios de los bienes importados. Si los bienes importados son materias primas o bienes intermedios, el efecto de los precios se trasladará tanto a las fases iniciales del proceso productivo como a las finales de venta al público.

¹⁵⁵ En este sentido, a finales del año 2000 los distintos Estados Miembros presentaron ante el Consejo de la Unión Europea y la Comisión las nuevas actualizaciones de los programas de estabilidad para el período 2001 hasta el 2003 o 2005, según los países.

Por ello, se realiza un seguimiento pormenorizado de ciertas variables indicativas de la situación exterior que pueden ejercer una presión sobre la evolución de los precios en el área.

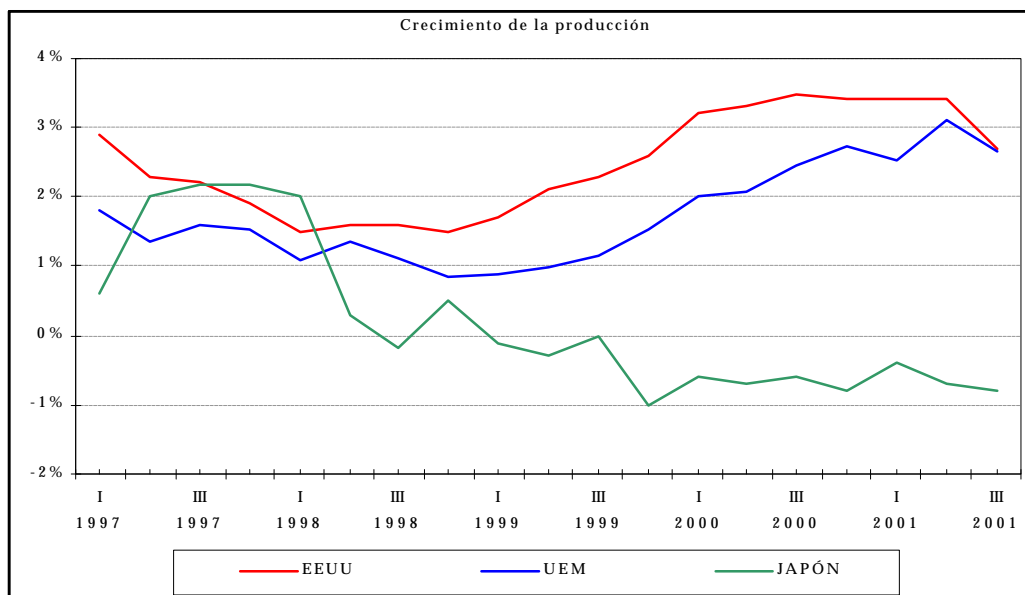
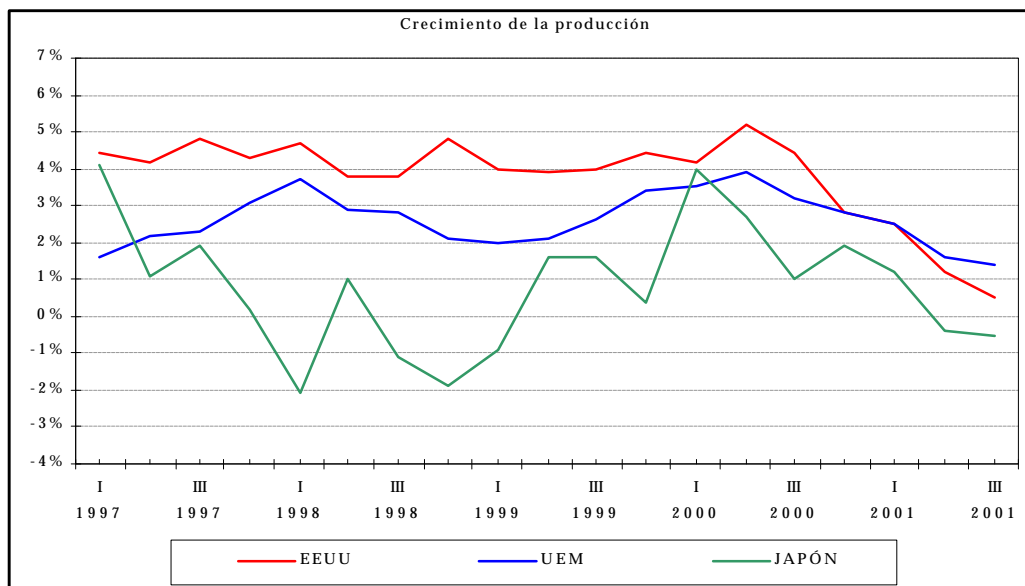
En primer lugar, el análisis de la situación general de las principales economías o grupos de economías muestra una recuperación de la situación económica y financiera internacional desde la desaceleración experimentada en 1998¹⁵⁶. A lo largo de 1999 y el primer semestre de 2000 se observó que dicha recuperación podría ser indicativa de una fase de expansión en el ciclo económico. No obstante, también se observa más recientemente que a partir del tercer trimestre de 2000 se inicia una ligera desaceleración, mayor en el caso de la economía de EE.UU., indicativa de ciertos signos de recesión. Podemos observar estos datos en el Gráfico 4.11.

En Japón, por otra parte, la situación económica mejoró en la primera mitad de 1999 para deteriorarse de nuevo en la segunda y reactivarse de nuevo a lo largo del año 2000. No obstante, Japón no está ajeno a la recesión a nivel internacional mostrando tasas de crecimiento negativas desde el segundo trimestre de 2001. La atonía de la actividad económica, en este caso, se ha reflejado en descensos continuados de los precios, provocando incluso una deflación.

La inflación mundial, en general, ha aumentado desde el primer trimestre de 1999 y se ha intensificado a lo largo del año 2000 y 2001, debido principalmente al alza en los precios del petróleo, cuyas repercusiones se han dejado sentir en la economía mundial aunque con un cierto retraso. La situación actual sitúa dichas tasas por encima del 2,5%.

¹⁵⁶ A lo largo de 1998 la situación internacional se caracterizó por una alta variabilidad en los mercados financieros y por cambios significativos en la confianza de los inversores, derivada en gran medida de las secuelas de la crisis financiera asiática de 1997 y la crisis de Rusia de 1998. Esta situación desencadenó una disminución de la producción y el comercio mundial.

Gráfico 4.11. Indicadores de crecimiento y precios de las economías más industrializadas
(Tasas interanuales de variación)



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.ecb.int/stats/stats.htm>

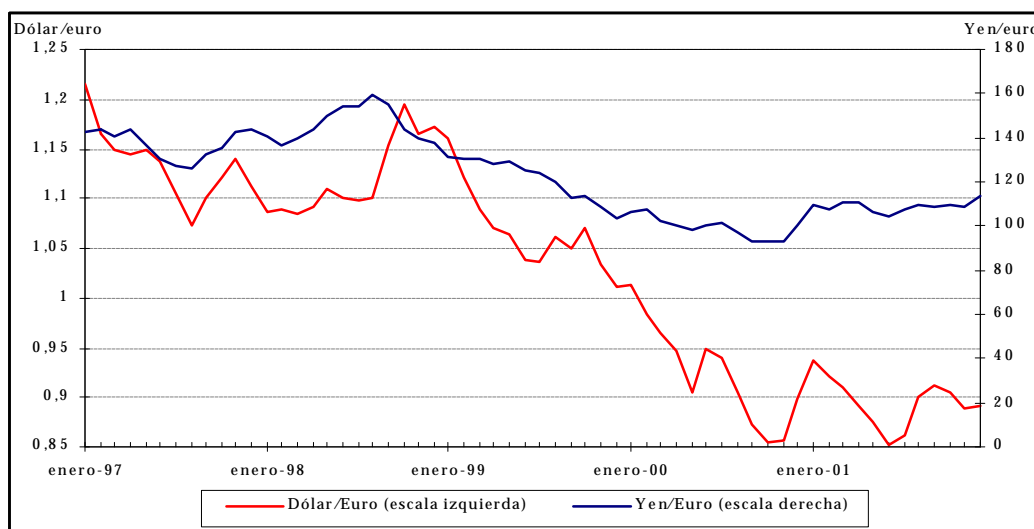
Respecto a la evolución de los tipos de cambio, mostrada en el Gráfico 4.12., hay que señalar la fuerte depreciación del euro frente a la mayoría de las divisas de los países

con los que comercia la zona euro a lo largo del año 1999 y 2000, en particular este último año y especialmente frente al dólar. Inicialmente se señalaban entre los factores determinantes de este comportamiento la fortaleza del dólar en consonancia con una evolución mejor de lo esperada en la economía norteamericana y la incertidumbre existente respecto a qué papel jugaría el área euro en el comercio internacional. Igualmente se observaba con preocupación que el tipo de cambio del euro no reflejaba el buen comportamiento que estaba teniendo la economía de la zona, e incluso este hecho motivó en algunos momentos que el tipo de cambio del euro frente al dólar y el yen se apreciase ligeramente.

Desde junio de 2000 las tensiones en los mercados de cambios se acentuaron y se hizo necesaria incluso la intervención del BCE en apoyo de la moneda¹⁵⁷. A partir de noviembre de 2000 el tipo de cambio del euro se ha ido recuperando progresivamente, apoyado no obstante por el deterioro de la economía norteamericana en los últimos meses, lo que ha provocado depreciaciones del dólar¹⁵⁸. Evidentemente, los atentados terroristas del 11 de septiembre han favorecido la apreciación del euro frente al dólar por la mayor incertidumbre existente, que ha aumentado el atractivo de nuestra moneda frente al resto.

¹⁵⁷ Como consecuencia de la negativa evolución del tipo de cambio del euro frente a otras monedas en el año 2000, y ante las presiones impuestas tanto por el sector privado como por otros organismos oficiales e incluso algún Estado Miembro de la zona euro, el BCE se vio obligado a intervenir a favor de su moneda tres veces, a pesar de que su objetivo no es estrictamente el conseguir una determinada evolución del tipo de cambio. La primera de ellas, el 14 de septiembre, de una forma casi encubierta, mediante la venta de los beneficios por intereses recibidos en moneda extranjera, mayormente dólares y yenes, como consecuencia de la inversión de activos de reserva del BCE, mantenidos desde enero de 1999. La segunda, el 22 de septiembre fue una intervención coordinada con las autoridades monetarias de EE.UU. y Japón, conscientes de las negativas repercusiones que estaba teniendo la evolución del euro para la economía mundial. La última de las intervenciones fue realizada por el BCE el 3 de noviembre ante las consecuencias negativas que estaba teniendo el tipo de cambio del euro para la consecución del objetivo de la estabilidad de precios.

¹⁵⁸ Vid. BCE (2000): "Evolución económica del área", *Boletín Mensual*, mayo; p. 52.

Gráfico 4.12. Evolución de los tipos de cambio

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.ecb.int/stats/stats.htm>

Por último, respecto a la situación de la balanza de pagos hay que señalar de modo especial el comportamiento de la balanza por cuenta corriente, cuyo elevado déficit durante la primera mitad de 1999 fue motivado principalmente por el crecimiento de las importaciones atribuible a la subida de los precios de los bienes de importación, en particular del petróleo, y al menor nivel de las exportaciones. En el segundo semestre, sin embargo, las exportaciones nominales iniciaron un crecimiento más sólido como consecuencia del aumento de la demanda externa y las mejoras competitivas en precios, crecimiento que se ha ido intensificando a lo largo del año 2000, llegando incluso a aparecer tasas de crecimiento de las exportaciones netas positivas, situación que se ha mantenido a lo largo del año 2001. No obstante, a pesar de que dicha tasa sea positiva, tanto las exportaciones como las importaciones se han reducido de modo importante a lo largo de este año, como consecuencia de la desaceleración de las economías a escala internacional.

4.3.3.3.2.2. Indicadores de los mercados financieros

Los indicadores de los mercados financieros tiene la ventaja fundamental de proporcionar a los bancos centrales una información actualizada y de carácter prospectivo en forma de expectativas del mercado sobre una serie de variables fundamentales, como la inflación y el crecimiento económico. Por ello, lo que ocurra en los mercados financieros va a ser tenido en cuenta por el BCE al diseñar su política monetaria¹⁵⁹.

La consideración entre estos indicadores de los precios de los activos financieros supone que los agentes anticipan e incorporan a los mismos las variaciones esperadas en los tipos de interés oficiales, por lo que se deben analizar las expectativas de cambios en los tipos de interés a corto plazo existentes en el mercado, con el fin de evaluar cuáles de ellas pueden derivar en un comportamiento de los agentes que suponga un riesgo para el logro del objetivo de la estabilidad de precios.

En general, los precios de los activos reflejan la opinión del mercado sobre la evolución futura de la economía, a pesar de que en ocasiones pueden verse influidos temporalmente por factores derivados de características institucionales del mercado o de desequilibrios temporales entre los diferentes agentes, que no serían expresivos de la verdadera opinión del mercado¹⁶⁰.

Respecto a la evaluación del mercado de renta fija, los indicadores utilizados son principalmente los rendimientos de la deuda pública a largo plazo por considerar la fuerte relación existente entre los tipos de interés real a largo plazo y el crecimiento

¹⁵⁹ Vid. BCE (2000): "El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria", *Boletín Mensual*, mayo; pp. 39-59.

¹⁶⁰ Vid. DOMINGO SOLANS, E. (2000): "*Precios de los activos y política monetaria*", disponible en <http://www.ecb.int/key/00/sp000519es.htm>, 19 de mayo de 2000; pp.3-4.

económico, y en consecuencia, ser las variaciones en estos rendimientos indicativas de cambios en la actividad económica, la inflación prevista, las primas de riesgo o una combinación de todos ellos. Igualmente, se considera útil el análisis de la pendiente de la curva de rendimientos, de forma que un aumento en la pendiente genera expectativas de aceleración económica y presiones al alza sobre los precios, y un aplanamiento de la pendiente, ralentización económica y presiones sobre los precios a la baja¹⁶¹. Adicionalmente, se consideran también los precios de los derivados sobre los valores de renta fija por proporcionar información sobre el grado de incertidumbre asociado a las expectativas generadas¹⁶².

En cuanto al mercado de renta variable el BCE analiza, aunque con menor énfasis, la evolución de las cotizaciones de los mercados bursátiles en las principales economías industrializadas, es decir, el área del euro, EE.UU. y Japón.

A lo largo de 1999, la evolución de los mercados financieros en general, se vio especialmente favorecida por el comienzo de la tercera fase de la UEM que permitió el desarrollo y la integración de los mercados de capitales de la zona euro. Los mercados de renta fija en euros han experimentado desde entonces un vigoroso crecimiento, en gran medida por la fuerte demanda de estos activos, motivado por el proceso de reestructuración empresarial que se ha producido en Europa.

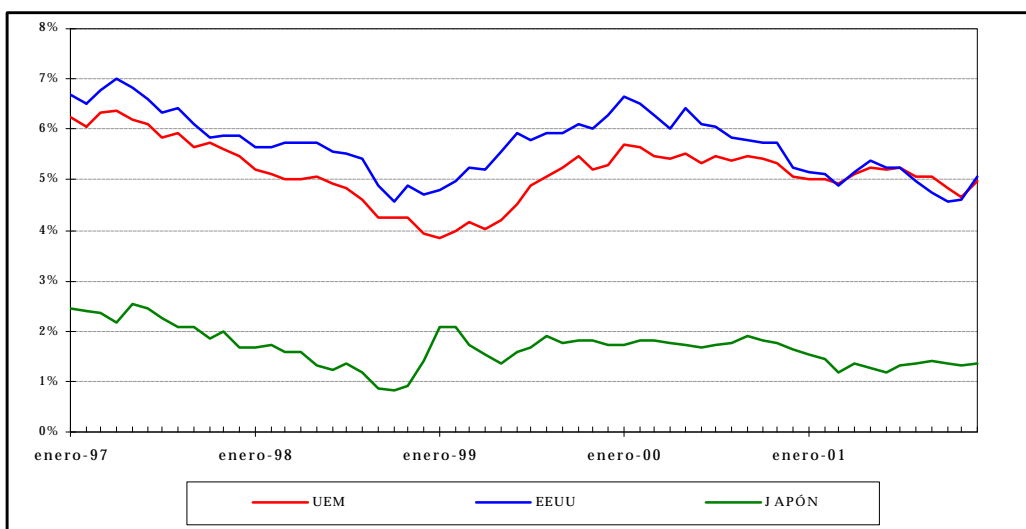
La evolución del mercado monetario ha sido un fiel reflejo de los tipos de interés oficiales del BCE, e incluso desde enero de 2000 han generado expectativas de subidas de tipos de interés por parte del Consejo de Gobierno del BCE, a través de un aumento en la pendiente de la curva de rendimientos. Igualmente, desde finales de 2000 han

¹⁶¹ Vid. BERK, J.M. y VAN BERGEIJK, P. (2000): “*Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?*”. BCE. Working Paper, nº 11, febrero; pp. 17-18.

¹⁶² Vid. BCE (2000): “El contenido informativo de ...”; op. cit.; pp. 44-46.

reflejado las expectativas de reducciones de los tipos de interés, que posteriormente se han manifestado en la práctica.

Gráfico 4.13. Evolución de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo
(Tasas interanuales de variación)



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.ecb.int/stats/stats.htm>

Respecto al comportamiento de la deuda pública, que aparece en el Gráfico 4.13., hay que señalar que la existencia de bajos tipos de interés al inicio de la UEM determinó una caída en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo que, sin embargo, comenzó a repuntar en mayo de 1999 ante el incremento en los rendimientos de la deuda pública en EE.UU. A partir de ese momento, la existencia de expectativas inflacionistas respecto a los bajos niveles existentes a principios de 1999 ha estado motivada por las favorables perspectivas económicas de la zona euro, al igual que ya estaba ocurriendo en EE.UU., con lo que el diferencial de rendimientos de las deudas públicas a largo plazo en ambos países se estaba estrechando. Desde octubre de 1999 con el aumento de los tipos de interés en el área, los rendimientos de la deuda pública muestran una tendencia

más estable con movimientos alcistas y bajistas según las circunstancias que rodean a los cambios en los tipos de interés y las perspectivas económicas de la zona¹⁶³. A lo largo tanto del año 2000 como del 2001 se ha estrechado aún más el diferencial de rendimiento de la deuda pública a largo plazo de EE.UU. y la UEM, alcanzando tasas muy estables en torno al 5%.

4.3.3.2.3. Los indicadores de confianza basados en encuestas

En su énfasis por utilizar un conjunto amplio de indicadores para evaluar la evolución de los precios en el área, el BCE hace un seguimiento periódico de ciertos indicadores que proporcionan información sobre las expectativas de los agentes privados, es decir, consumidores, empresas y mercados financieros¹⁶⁴. Estas medidas directas de la evolución futura esperada de los precios se obtiene a través de encuestas, las cuales se consideran de especial utilidad para este fin¹⁶⁵.

En el caso de los consumidores y empresas dichas expectativas se obtienen mediante encuestas realizadas directamente a estos agentes, preguntándoles sobre su opinión respecto a la evolución futura de los precios. Las encuestas empresariales y del consumidor son elaboradas por la Comisión Europea, y en ellas se incluyen preguntas sobre las expectativas existentes de evolución de los precios, referidas a cada grupo¹⁶⁶.

¹⁶³ Vid. BCE (2000): “*Informe Anual 1999*”; op. cit.; pp. 19-23.

¹⁶⁴ Vid. BCE (2000): “Indicadores de precios y costes ...”; op. cit.; pp. 46-49.

¹⁶⁵ Vid. MANZANO, M.C. y CAMPOY, J.A. (1997): “Algunos indicadores sobre expectativas de inflación”, *Boletín Económico*, Banco de España, febrero; pp. 42-45.

¹⁶⁶ En la encuesta del consumidor, por ejemplo, se pide a los encuestados una evaluación directamente relacionada con los precios de consumo, mientras que en las encuestas empresariales se pregunta por la evolución de los precios en cada uno de los sectores, sector industrial, sector de la construcción, sector de comercio al por menor, etc. Para una análisis en mayor detalle de cómo se realizan las encuestas, véase BCE (2000): “Evolución económica del área”, *Boletín Mensual*, marzo; p. 28 y ss.

La evolución de los precios recogida a través de las encuestas anteriores muestra a lo largo de 1999 un aumento constante de las perspectivas favorables a la UEM. Como consecuencia de las expectativas positivas que suponía el comienzo de la UEM la confianza de los consumidores alcanzó máximos en los primeros meses de 1999, para después debilitarse durante el segundo y tercer trimestre del año, alcanzando a partir de entonces una situación más estable y por encima de la tendencia que había manifestado por término medio a largo plazo, con máximos históricos en los dos últimos meses. La confianza industrial por su parte, registró un descenso más prolongado en enero y febrero de 1999, confirmando el descenso que se había producido en 1998, para a partir de entonces cambiar su tendencia hacia tasas de crecimiento positivas. La fuerte recuperación observada en la confianza industrial se ha reflejado en todos los sectores. Igualmente, dicha confianza ha comenzado a reducirse desde comienzos de 2001 como consecuencia de las expectativas de desaceleración económica.

De forma adicional, el BCE desde enero de 1999 realiza con periodicidad trimestral una encuesta de expectativas de inflación en la zona del euro, denominada *Survey of Professional Forecasters (SPF)* o encuesta a Expertos en Previsión Económica, que se realiza mediante un cuestionario remitido a 83 analistas de coyuntura de la UE en el que éstos deben proporcionar estimaciones de la tasa de variación prevista del IAPC de la zona euro, con un horizonte temporal de uno y dos años de antelación¹⁶⁷. Además, con carácter anual se realiza un análisis de las expectativas de comportamiento de los precios con cinco años de antelación. Esta última encuesta también se complementa con los datos proporcionados por la encuesta *Consensus Forecast*, realizada también por expertos analistas¹⁶⁸. Los últimos datos proporcionados por estas encuestas expresaban una reducción de la tasa de inflación a lo largo de 2001 y 2002, así

¹⁶⁷ Vid. BCE (2000): “Indicadores de precios y costes ...”; op. cit.; p. 49.

¹⁶⁸ Las previsiones de estas dos encuestas dependen de los supuestos técnicos que incorporen los expertos al realizarlas, respecto al comportamiento futuro de los tipos de interés del mercado a corto y largo plazo, de los tipos de cambio y de los precios del petróleo.

como una ralentización del crecimiento del PIB real para el área en el 2001, influida en gran medida por la situación de EE.UU. Las últimas previsiones realizadas, sin embargo, incorporan el efecto negativo que han tenido los atentados terroristas del primero de septiembre, que pueden dilatar un poco más en el tiempo la recuperación económica.

Respecto a los mercados financieros, un método alternativo para evaluar las expectativas de inflación, más adecuado en este caso que las encuestas, consiste en obtener dicha información mediante estimaciones a partir de los precios de los activos financieros como ya se ha señalado en el epígrafe anterior. Los precios de los activos presentan la ventaja de poder proporcionar información sobre expectativas que reflejan la opinión agregada de todos los participantes en el mercado¹⁶⁹.

4.3.3.2.4. Las previsiones futuras de inflación

Al mismo tiempo que se considera la opinión de los agentes privados para evaluar la posible evolución de los precios en un futuro, el Consejo de Gobierno del BCE también señaló la importancia de utilizar distintos indicadores que reflejasen las perspectivas futuras de comportamiento de los precios, elaboradas por expertos en cuestiones monetarias y financieras. En este sentido, se especificó que además de las previsiones realizadas por otros organismos especializados, él mismo realizaría también dichas previsiones, aunque inicialmente éstas no serían hechas públicas para evitar reacciones inesperadas ante las mismas por parte del público. En realidad, el BCE elabora lo que denomina proyecciones de evolución futura de los precios¹⁷⁰.

¹⁶⁹ *Ibidem*.

¹⁷⁰ El Eurosistema no elabora previsiones con el objetivo de que sean consideradas como las mejores predicciones de la evolución futura de la economía, sino simplemente como proyecciones de esta evolución futura basadas en los supuestos de tipos de interés y tipos de cambio estables. Tienen por objeto ofrecer una evaluación coherente de las perspectivas económicas a corto y medio plazo de la zona euro y se construyen combinando previsiones basadas en modelos econométricos con valoraciones discrecionales

No obstante, y ante la insistencia generalizada por parte de muchos especialistas¹⁷¹, finalmente se ha acordado la necesidad de que dichas proyecciones sean hechas públicas, siempre que sean consideradas como predicciones y sean utilizadas conjuntamente con el resto de indicadores que forman parte del segundo pilar de la estrategia y no como el indicador fundamental que guía las decisiones de política monetaria del Eurosistema. Por ello, desde diciembre de 2000 estas predicciones son publicadas en el Boletín Mensual del BCE.

Además, se consideran las previsiones tanto de crecimiento como de inflación elaboradas por los principales organismos internacionales, OCDE, FMI y Comisión Europea. También se utilizan junto a estas previsiones las obtenidas por las encuestas de los analistas (*Consensus Forecast* y *Survey of Professional Forecasters*) como parte de sus resultados.

La información proporcionada por el conjunto de todas las previsiones anteriores se ha ido revisando de forma continuada por parte de los distintos organismos en función de las circunstancias cambiantes existentes en las economías actuales¹⁷².

A finales de 1999, las perspectivas existentes mostraban mejoras para el crecimiento del producto y el comercio mundial en los años 2000 y 2001, en línea con lo que había ocurrido durante 1999. Estas previsiones de crecimiento para la zona euro se apoyaban en condiciones internas y externas favorables, basadas en la reactivación de la demanda interna, y en el comportamiento de las exportaciones netas. No obstante, las previsiones realizadas a finales del año 2000, incluidas las del BCE, mostraban una

no basadas en modelos. Para un mayor detalle véase BCE (2000): “Los dos pilares de la estrategia de ...”; op. cit.; p. 57-58.

¹⁷¹ Vid. GERAATS, P. (2001): “*Why adopt transparency?. The publication of central bank forecasts*”. BCE. Working Paper, nº 41, enero; pp. 7-10.

¹⁷² Vid. BCE (1999): “Evolución económica del área”, *Boletín Mensual*, diciembre; p. 42-44, y BCE (2000): “Evolución económica del área”, *Boletín Mensual*, junio; p. 34-36.

ralentización del crecimiento del PIB en la zona euro en años próximos, situación que se ha vuelto a señalar en las predicciones del año 2001 para el 2002. En gran medida estas previsiones tienen en cuenta la desaceleración que se ha producido en la economía internacional en este año, la cual se cree empezará a recuperarse hacia la segunda mitad del año 2000, mostrando de nuevo para el 2003 tasas de crecimiento más altas.

Igualmente, se esperaba que la tasa de variación de los precios de consumo aumentaría en los años 2000 y 2001 como así ha ocurrido, perdiendo de vista el objetivo de la estabilidad de precios. En las previsiones publicadas en diciembre de 1999 ya se empezaba a observar el peligro que podía suponer el aumento de los precios del petróleo, y aunque se consideraba que iba a afectar de modo transitorio y sin importancia a medio plazo, existía un alto grado de incertidumbre relativo al comportamiento de los precios. En la práctica se ha observado que la inflación se ha acelerado de modo importante no sólo por la evolución de los precios del petróleo, sino también por las consecuencias derivadas de la evolución del tipo de cambio. Las previsiones de diciembre de 2000 mostraban que la tasa de crecimiento del IAPC se reduciría a lo largo del 2001 y 2002, ya que las tensiones derivadas de los precios del petróleo irían desapareciendo progresivamente. En la práctica, estas tensiones han desaparecido muy lentamente a lo largo del año 2001, estando de nuevo a finales de año en una situación de estabilidad de precios. Las previsiones realizadas a lo largo del año para el 2002 y 2003 muestran que estas tensiones continuarán reduciéndose hasta alcanzar cifras ya por debajo del 2%.

CAPÍTULO 5

EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA. INSTRUMENTOS Y PROCEDIMIENTOS

ÍNDICE DEL CAPÍTULO 5

CAPÍTULO 5

EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA. INSTRUMENTOS Y PROCEDIMIENTOS

- 5.1. EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA: CONSIDERACIONES GENERALES**
- 5.2. LOS INSTRUMENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA**
 - 5.2.1. Entidades de contrapartida con las que opera el SEBC
 - 5.2.2. Operaciones de mercado abierto
 - 5.2.3. Las Facilidades permanentes
 - 5.2.4. El coeficiente de reservas mínimas de liquidez
 - 5.2.5. Los activos de garantía
- 5.3. LOS PROCEDIMIENTOS DEL EUROSISTEMA**
 - 5.3.1. Los procedimientos de subasta
 - 5.3.2. Procedimientos bilaterales
 - 5.3.3. Procedimientos de liquidación
- 5.4. LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA EN LA PRÁCTICA**
 - 5.4.1. Evolución de los tipos de interés oficiales
 - 5.4.2. Evolución de los tipos de interés del mercado monetario
 - 5.4.3. Las operaciones de mercado abierto
 - 5.4.4. Las facilidades permanentes
 - 5.4.5. El coeficiente de reservas mínimas
- 5.5. EL SISTEMA TARGET**
 - 5.5.1. Características principales del nuevo sistema de pagos
 - 5.5.2. Estructura y funcionamiento del sistema
 - 5.5.3. Utilización del sistema TARGET en la práctica
- 5.6. LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL ÁREA DEL EURO**

5.1. EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA: CONSIDERACIONES GENERALES

El diseño de la política monetaria única de la UEM exige, de forma adicional a la definición de la estrategia de esta política monetaria, analizada en el capítulo anterior, la especificación del marco operativo en el que la misma queda encuadrada.

Y en este sentido, el antiguo IME, al igual que realizó distintos estudios preparatorios, como ya dijimos, respecto a la estrategia que podría seguir la política monetaria única, también elaboró un análisis previo de su marco operativo¹, intentando armonizar de forma consistente los distintos procedimientos y prácticas utilizados por los bancos centrales de los países que formarían la UEM, con el fin último de contribuir al logro del objetivo primordial de la estabilidad de precios.

El marco operativo puede definirse como el conjunto de instrumentos y procedimientos combinados conjuntamente de forma adecuada para asegurar una conducción eficiente de la política monetaria², o lo que es lo mismo, el conjunto de instrumentos y procedimientos de que dispone un banco central para gestionar la liquidez y controlar los tipos de interés prevalecientes en el mercado monetario³.

Más concretamente, el marco operativo de la política monetaria única debe facilitar que el SEBC realice un conjunto de funciones básicas para el logro de sus fines, como son: controlar eficientemente la variable instrumental, es decir, el tipo de interés a

¹ Vid. EMI (1997): “*The single monetary policy in stage three: specification of the operational framework*”, enero; pp. 14-26.

² *Ibíd.*, p. 14.

³ Vid. BCE (1999): “El marco operativo del Eurosistema: descripción y primera evaluación”, *Boletín Mensual*, mayo; pp. 33-49.

corto plazo, así como contribuir al control de los agregados monetarios⁴, señalar la orientación de la política monetaria con un grado adecuado de claridad y precisión y ser capaz de proporcionar financiación básica, absorber liquidez e influir sobre la posición estructural del sistema bancario respecto del SEBC y extraer información adecuada sobre la evolución de los mercados contribuyendo al buen funcionamiento del sistema de pagos⁵.

La selección del marco operativo en general, y de los instrumentos en particular, se debía apoyar según estableció el IME en un conjunto de principios básicos⁶:

- a) Principio de eficiencia operativa, que implica que el conjunto de instrumentos y procedimientos establecidos debe permitir al SEBC conseguir sus objetivos de forma eficiente. Es el principio más importante de todos, por lo que si existe conflicto con algún otro principio, éste siempre prevalece⁷. De forma implícita, este principio también exige para alcanzar dicha eficiencia que las decisiones de política monetaria se transmitan de forma uniforme y consistente a lo largo de todo el área del euro⁸.

⁴ El control de los agregados monetarios adquiere especial importancia dentro del marco operativo desde el momento en que, como se ha observado en el capítulo anterior, la evolución de los agregados monetarios y en particular del agregado M₃ constituye uno de los dos pilares fundamentales sobre los que se sustenta la estrategia de la política monetaria única.

⁵ Vid. EMI (1997): “*The single ...: specification ...*”; op. cit.; p. 14.

⁶ *Ibidem*, p. 15.

⁷ Vid. MANNA, M., PILL, H. y QUIRÓS, G. (2000): “*The Eurosystem’s operational framework in the context of its monetary policy strategy*”. Trabajo presentado en la Conferencia del BCE “*The Operational framework of the Eurosystem and financial markets*”, mayo; p. 22.

⁸ Vid. EMI (1996): “*Preparation of a single monetary policy in the third stage*”, *ECU*, n.º 34, 1.º trim.; p. 30.

- b) Principio de conformidad con los principios de una economía de mercado, es decir, una economía abierta en la que existe libre competencia y se favorece una asignación eficiente de los recursos⁹.
- c) Principio de trato equitativo, según el cual el SEBC debe tratar de forma igual a todas las entidades financieras con las que opera, independientemente del país de origen y utilizando los mismos instrumentos y procedimientos en todo el área.
- d) Principio de simplicidad, transparencia y eficiencia en la medida de lo posible, en cuanto a los costes de utilización de los instrumentos y procedimientos de la política monetaria.
- e) Principio de descentralización, permitiendo de esta forma al SEBC recurrir, siempre que sea adecuado, a los BCNs para desarrollar las funciones operativas necesarias que permitan llevar a cabo la ejecución en cada país de las decisiones tomadas centralizadamente por el Consejo de Gobierno del BCE¹⁰. De esta forma se aprovecha también la experiencia de los BCNs en la instrumentación de la política monetaria única, al encargarse de los aspectos prácticos como la ejecución de las operaciones de mercado abierto

⁹ Así lo establecía el Tratado de la Unión Europea en su artículo 105, al señalar que la implantación de la política monetaria única debía ser coherente con dichos principios imperantes en una economía de mercado.

¹⁰ Este principio surge como consecuencia del énfasis puesto en el TUE de tener como institución monetaria de la UEM un conjunto de instituciones, como es el SEBC, más que un único banco central, principalmente por dos motivos: la falta de integración en los mercados y sistemas financieros europeos y la necesidad de hacer un buen uso de la inversión hecha en el pasado para el buen funcionamiento de los bancos centrales individualmente considerados. Véase MOUTOT, Ph. (1996): “Monetary policy in a European Monetary Union: instruments, strategy and transmission mechanism”, en *Monetary policy in transition in east and west: strategies, instruments and transmission mechanism*. Oesterreichische Nationalbank; pp. 82-103.

y la administración de las facilidades permanentes y del sistema de reservas mínimas.

- f) Principio de continuidad, según el cual se establece una fuerte relación entre el marco operativo existente en cada país previo a la aparición de la UEM y el marco operativo de la política monetaria única, de forma que este último en la medida de lo posible y siempre que no genere conflicto con los principios anteriores se debe apoyar en la infraestructura y experiencia existente en los BCNs.

- g) Principio de armonización, que exige que los instrumentos deben estar armonizados entre todos los países para asegurar la aplicación de una política monetaria única en el área, garantizando un trato equitativo entre las contrapartes y evitando un arbitraje regulatorio. Este principio, al mismo tiempo, representa la contrapartida necesaria del principio de descentralización.

- h) Principio de conformidad con el proceso de toma de decisiones del SEBC, en el sentido de que el Consejo de Gobierno del BCE, responsable de la toma de decisiones, debe estar en todo momento en situación de controlar la evolución de la política monetaria.

Además de estos principios, hay que señalar igualmente la necesidad de que por lo menos inicialmente el marco operativo debía diseñarse de forma suficientemente flexible para permitir al SEBC la instrumentación de la política monetaria en un ambiente de incertidumbre, en gran medida respecto al comportamiento de los mercados

financieros en los primeros meses de la UEM, aunque esta mayor flexibilidad no supondría renunciar a los principios expresados anteriormente¹¹.

Al mismo tiempo debemos tener en cuenta que a pesar de la vigencia actual de los principios anteriores, éstos puede ir evolucionando como consecuencia de los cambios que se producen en las economías con el paso del tiempo, demandando una adaptación a dichos cambios. A excepción del principio de continuidad, que ha ido perdiendo relevancia desde su definición inicial, como consecuencia de la existencia de un área cada vez más integrada que desarrolla su propia política monetaria, el resto de principios analizados siguen sustentando actualmente el marco operativo¹².

En cuanto al desarrollo del marco operativo, objeto de análisis en este capítulo, nos referiremos por una parte al conjunto de instrumentos que el SEBC ha establecido para ejecutar las decisiones de política monetaria, es decir, las operaciones de mercado abierto, las facilidades permanentes y el coeficiente de reservas mínimas, señalando además las entidades que pueden operar con el SEBC a través de estos instrumentos y la necesidad que tienen para ello de aportar activos de garantía. Por otra parte, analizaremos detenidamente los procedimientos establecidos para llevar a cabo dichas operaciones, así como los mecanismos de apoyo creados con el mismo fin, como el sistema Target. Por último, analizaremos la importancia de los mecanismos de transmisión de los efectos de la política monetaria en el marco de la UEM¹³, la cual es

¹¹ Vid. EMI (1996): “Preparation of a ...”; op. cit.; p.31.

¹² Vid. HAMÄLÄINEN, S. (2000): “*The operational framework of the Eurosystem*” disponible en <http://www.ecb.int/key/oo/sp000505-2.htm> de 5 de mayo de 2000; p. 2.

¹³ En este sentido, el IME realizó igualmente estudios relativos a los mecanismos de transmisión predominantes en los países de la UE e incluso en muchos países fuera de ésta, con el objetivo de observar la variedad de mecanismos existentes y cuáles serían los que prevalecerían ante las nuevas circunstancias. *Ibidem*.

fundamental tanto para diseñar una política adecuada como para evaluar el impacto de dichas decisiones aplicadas de forma conjunta en todo el área¹⁴.

¹⁴ Vid. BCE (2000): “La transmisión de la política monetaria en la zona del euro”, *Boletín Mensual*, julio; pp. 43-59.

5.2. LOS INSTRUMENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA

La instrumentación de la política monetaria única se ha diseñado con el objetivo último de conseguir la estabilidad de los precios. El IME ya definió los tres instrumentos que estarían disponibles para su uso por el SEBC en la tercera fase: operaciones de mercado abierto, facilidades permanentes y coeficiente de reservas mínimas.

Los detalles específicos relativos a estos instrumentos fueron concretados por el propio BCE durante el segundo semestre de 1998, estableciendo igualmente en ese momento los criterios de selección de las entidades con las que operaría el BCE, así como la definición de un conjunto de activos de garantía que servirían como contrapartida en las operaciones de política monetaria.

5.2.1. ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CON LAS QUE OPERA EL SEBC

Las entidades que actúan como contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosistema son elegidas en función del cumplimiento de un conjunto de criterios de selección que garantizan la aplicación de algunos de los principios anteriormente señalados al respecto. Se persigue el acceso por parte de un grupo amplio de entidades a dichos instrumentos, promoviendo un trato equitativo entre las mismas en toda la zona euro, al aplicarles criterios de selección uniformes y exigirles el cumplimiento de determinados requisitos adicionales de tipo operativo y prudencial. Los criterios de selección de las entidades de contrapartida son los siguientes¹⁵:

¹⁵ Vid. BCE (2000): “*La política monetaria única en la tercera fase: documentación general sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema*”, noviembre; pp. 10-12.

- a) Las entidades de contrapartida que pretendan realizar operaciones de política monetaria con el Eurosistema deberán estar sujetas al mantenimiento del coeficiente de reservas mínimas. Podrán participar, por tanto, las entidades y sucursales de las mismas establecidas en el área del euro, así como las sucursales en dicho área de entidades cuya sede principal está fuera de la zona euro¹⁶. El resto de entidades no sujetas al mantenimiento del coeficiente de caja por estar exentas, no pueden actuar como entidades de contrapartida en las operaciones de la política monetaria.

- b) Las entidades de contrapartida deben ser financieramente solventes, y estar sujetas a supervisión armonizada por parte de las autoridades nacionales en el ámbito de la UE o del Espacio Económico Europeo (EEE). No obstante, también se admitirán entidades solventes, sujetas a supervisión nacional no armonizada pero comparable, como las sucursales en la zona euro de entidades cuya sede principal está fuera del EEE.

- c) Las entidades de contrapartida deben cumplir igualmente ciertos criterios de tipo operativo establecidos por los BCNs o por el propio BCE con el fin de garantizar la eficiencia en la instrumentación de la política monetaria única.

Como se ha señalado anteriormente, estos criterios son uniformes para todas las entidades de la zona euro, garantizando un trato equitativo a las mismas en el acceso a las facilidades permanentes y la participación en las operaciones de mercado abierto del Eurosistema¹⁷, lo cual se realiza a través del banco central del país en el que esté situada

¹⁶ El establecimiento del coeficiente de reservas mínimas se encuentra recogido en el artículo 19.1 de los Estatutos del SEBC, desarrollándose todas sus características y aplicación a través de los Reglamentos (CE) n° 2531/98 del Consejo, de 23 de noviembre de 1998 y del BCE 1998/15 de 1 de diciembre de 1998.

¹⁷ En principio, como se verá al analizar los procedimientos, esta participación se realiza sin limitaciones a través de subastas estándar, ya que en el caso de utilizar subastas rápidas o procedimientos bilaterales las entidades son seleccionadas de entre todas las posibles por cada banco central nacional.

dicha entidad. En cada Estado miembro, sólo un establecimiento, la entidad o la sucursal pueden presentar las pujas para acceder a dichas operaciones, mientras que si una entidad tiene establecimientos en varios Estados miembros, puede presentar pujas al mismo tiempo en cada uno de ellos a través de los bancos centrales de los países donde estén situados¹⁸.

Sin embargo, a pesar de cumplir los criterios generales de selección, en algunas operaciones de política monetaria se restringe el acceso a las mismas a un determinado grupo de entidades que deben cumplir ciertos requisitos adicionales para garantizar la eficiencia en dichas operaciones.

Igualmente, en función de la finalidad específica con que se utiliza el instrumento de política monetaria y en aras de una mayor eficiencia operativa¹⁹, el BCN e incluso en ocasiones el BCE²⁰ se ven obligados a seleccionar un grupo de entidades que participarán en dichas operaciones, bien a través de subastas rápidas o procedimientos bilaterales, restringidos a un grupo de entidades. En este sentido, como criterios adicionales también se tienen en cuenta la actividad en el mercado monetario, la eficiencia en la mesa de operaciones y el potencial de participación en las subastas. Si el conjunto de entidades seleccionadas según estos criterios supera el número de entidades necesarias para llevar a cabo dichas operaciones, se establece un sistema de rotación para la participación de éstas en distintas operaciones con el fin de garantizar un trato equitativo²¹.

¹⁸ Vid. BCE (2000): “*La política monetaria ... documentación general ...*”; op. cit.; p. 10.

¹⁹ Vid. ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (1997): “*La política monetaria en la tercera fase de la UEM*”. Nota Técnica nº 36, febrero; pp. 13-14.

²⁰ Con carácter excepcional, el BCE si así lo decide el Consejo de Gobierno, puede realizar directamente algunas operaciones de política monetaria, como las operaciones de ajuste a través de procedimientos bilaterales.

²¹ Vid. BCE (2000): “*La política monetaria ... documentación general ...*”; op. cit.; p. 11.

El Eurosistema también puede suspender²² en algunos casos la participación de algunas entidades en las operaciones de política monetaria, a veces incluidas todas sus sucursales. Estas situaciones aparecen ante incumplimiento de alguno de los criterios señalados; en concreto, ante infracciones graves en el cumplimiento del coeficiente de reservas mínimas, o ante incumplimiento en las obligaciones establecidas en los acuerdos contractuales o normativos que aplican los BCNs o el BCE, como pueden ser infracciones de las normas que rigen las subastas y los procedimientos bilaterales o las que rigen el uso de los activos de garantía, los procedimientos de cierre de las operaciones o las condiciones de acceso a la facilidad marginal de crédito. De forma adicional a la suspensión, que puede establecerse para un período temporal o permanente, también se aplican sanciones económicas.

Además, los BCNs o el BCE sin que exista un motivo real de incumplimiento, sino simplemente por motivos de prudencia, también puede suspender o excluir a una entidad de participar en las operaciones de política monetaria, al considerar que su participación puede poner en peligro una instrumentación eficiente de la política monetaria.

El BCE publica mensualmente la lista de entidades de crédito sujetas al coeficiente de caja así como las entidades exentas, que por tanto no pueden actuar como entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria.

²² *Ibidem.*

5.2.2. OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

Las operaciones de mercado abierto constituyen el instrumento más importante de la política monetaria única. Están diseñadas con suficiente variedad como para conseguir sus tres objetivos básicos²³:

- Controlar los tipos de interés, permitiendo que éstos se fijen a través de ellas.
- Gestionar la situación de liquidez en el mercado, inyectando o drenando recursos según las necesidades del sistema.
- Señalizar la orientación de la política monetaria de forma que sea perceptible por los agentes económicos.

Son operaciones que se inician a instancias del BCE, que decide el instrumento concreto que va a utilizar y las condiciones generales de las operaciones. La ejecución de las mismas, por lo general, se lleva a cabo a través de los BCNs descentralizadamente.

La elección de las operaciones de mercado abierto como instrumento de la política monetaria única pone de manifiesto la orientación al mercado que se quiere dar a la misma, así como el deseo de promover el desarrollo del mercado interbancario como medio de distribución eficiente de la liquidez²⁴.

El SEBC dispone de cuatro categorías de operaciones de mercado abierto en función de la finalidad perseguida, la regularidad con que se aplican, y los procedimientos utilizados: operaciones principales de financiación, operaciones de financiación a más largo plazo, operaciones de ajuste, y operaciones estructurales. A su vez, para realizar estas operaciones el SEBC dispone de cinco instrumentos distintos:

²³ Vid. FERNÁNDEZ DÍAZ, A., PAREJO GAMIR, J.A. y RODRÍGUEZ SÁIZ, L. (1999): “*Política Económica*”, Ed. McGraw-Hill, 2ª edición; pp. 300-303.

²⁴ Vid. EMI (1996): “Preparation of a ...”; op. cit.; p. 31.

operaciones temporales, operaciones simples, emisión de certificados de deuda, swaps de divisas y captación de depósitos a plazo fijo. Nos detendremos a partir de ahora en el análisis detenido de estas operaciones, cuyas características principales se pueden observar en el Cuadro 5.1.

Cuadro 5.1. Los instrumentos de la política monetaria del Eurosistema

Instrumento	Operaciones temporales				Operaciones en firme		Certificados de deuda	Swaps de divisas	Depósitos a plazo fijo
	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a largo plazo	Operaciones de ajuste	Operaciones estructurales	Operaciones de ajuste	Operaciones estructurales	Operaciones estructurales	Operaciones de ajuste	Operaciones de ajuste
Tipo de operación	Inyección de liquidez	Inyección de liquidez	Inyección y absorción de liquidez	Inyección de liquidez	Inyección y absorción de liquidez	Inyección y absorción de liquidez	Absorción de liquidez	Inyección y absorción de liquidez	Absorción de liquidez
Objetivo	Control de tipos interés. Gestión de la liquidez. Señalización de la política monetaria	Proporcionar financiación adicional	Ajuste	Afectar a la posición estructural del sistema	Ajuste	Afectar a la posición estructural del sistema	Afectar a la posición estructural del sistema	Ajuste	Ajuste
Periodicidad	Semanal	Mensual	No regular	Regular o no regular	No regular	No regular	Regular o no regular	No regular	No regular
Vencimiento	Dos semanas	Trimestral	Sin normalizar	Sin normalizar	Sin normalizar	Sin normalizar	Normalizado y sin normalizar	Sin normalizar	Sin normalizar
Tipo de interés	Diferencia entre precio de adjudicación y recompra o tipo de interés del crédito	Diferencia entre precio de adjudicación y recompra o tipo de interés del crédito	Diferencia entre precio de adjudicación y recompra o tipo de interés del crédito	Diferencia entre precio de adjudicación y recompra o tipo de interés del crédito	Diferencia entre precio de adjudicación y recompra o tipo de interés del crédito	Diferencia entre precio de adjudicación y recompra o tipo de interés del crédito	Emisión al descuento	Premio de tipo de cambio	Fijo
Ejecución	Descentralizada	Descentralizada	Descentralizada con excepciones para el BCE	Descentralizada	Descentralizada con excepciones para el BCE	Descentralizada con excepciones para el BCE	Descentralizada	Descentralizada con excepciones para el BCE	Descentralizada con excepciones para el BCE
Procedimiento de ejecución	Subastas estándar	Subastas estándar	Inyección: Subastas rápidas Absorción: Procedimientos bilaterales	Subastas estándar	Procedimientos bilaterales	Procedimientos bilaterales	Subastas estándar	Subastas rápidas o procedimientos bilaterales	Subastas rápidas o procedimientos bilaterales
Contrapartidas	Criterios generales	Criterios generales	Seleccionadas por SEBC	Criterios generales	Criterios generales	Criterios generales	Criterios generales	Seleccionadas por SEBC	Seleccionadas por SEBC
Activos de garantía	Lista uno y dos	Lista uno y dos. Posible restricción	Lista uno y dos	Lista uno y dos	Lista uno	Lista uno			Ninguno

Fuente: LOZANO, E. y CANO, D. (1999): "La política monetaria del BCE", *Análisis Financiero Internacional*, octubre-enero; pp. 21-22.

5.2.2.1. Categorías de operaciones

El SEBC establece cuatro categorías de operaciones de mercado abierto, en función principalmente de la finalidad específica que se persigue con dicha operación, aunque también dicha finalidad determina la frecuencia de utilización de dichas operaciones y el procedimiento a seguir en la misma.

5.2.2.1.1. Operaciones principales de financiación

Son las operaciones de mercado abierto más importantes del Eurosistema, ya que permiten por sí solas el logro de los tres objetivos anteriormente señalados. Permiten obtener un tipo de interés de referencia, que es el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, aplicado a las mismas y fijado por el Consejo de Gobierno del BCE en el caso de las subastas a tipo de interés fijo, o fijado como tipo de interés mínimo en el caso de las subastas a tipo de interés variable²⁵. Inicialmente, en cualquiera de sus reuniones quincenales el Consejo de Gobierno del BCE podía modificar este tipo de interés, pero desde noviembre de 2001 y como consecuencia de las numerosas presiones que recibe en algunas ocasiones para modificar los tipos, el Consejo de Gobierno ha decidido que solo realizará valoraciones de la política monetaria única en la primera reunión de cada mes, por lo que implícitamente sólo en dicha reunión se tomarán decisiones de modificación de los tipos²⁶.

Al mismo tiempo, debido al mayor volumen de operaciones de este tipo realizadas frente al resto, las operaciones principales de financiación se convierten en

²⁵ Como veremos al analizar cómo se han desarrollado, el BCE comenzó realizando las operaciones principales de financiación mediante subastas a tipo de interés fijo pasando a realizarlas desde junio de 2000 a tipo de interés variable por distintos motivos en los que profundizaremos en un próximo epígrafe.

²⁶ Vid. BCE (2001): “*Boletín Mensual*”, noviembre; p. 7.

determinante fundamental para gestionar la liquidez en el mercado. Por último, el tono de la política monetaria se observa tanto con el comportamiento del tipo de interés de estas operaciones como con las decisiones concretas del BCE respecto a la cantidad de liquidez que se quiere inyectar.

En este sentido, las operaciones principales de financiación se convierten también en la principal fuente de financiación del sector financiero, inyectando el SEBC a través de ellas el mayor volumen de liquidez.

Respecto a las características específicas de estas operaciones hay que señalar las siguientes:

- Son operaciones de inyección de liquidez que se realizan mediante las operaciones temporales como único instrumento.
- Se ejecutan de forma regular semanalmente y de acuerdo al calendario de subastas establecido por el BCE y anunciado previamente con antelación²⁷, tal y como recoge el Anexo 3. Tienen vencimiento quincenal.
- La ejecución de las operaciones es realizada por los BCNs descentralizadamente mediante subastas ordinarias o estándar.
- Pueden acceder a dichas operaciones todas las entidades que cumplan los criterios generales de selección sin restricción mediante la presentación de pujas en las subastas.
- Para asegurar estas operaciones se pueden utilizar todo tipo de activos de garantía²⁸ sin restricciones.

²⁷ Por lo general, a excepción de los días festivos, estas operaciones se anuncian los lunes y se adjudican los martes.

²⁸ Las operaciones de política monetaria del SEBC requieren la aportación de un conjunto de activos con el fin de garantizar la operación, como veremos con más detalle posteriormente. Estos activos se agrupan en dos listas, con características concretas de una y otra en función del tipo de activos que las forman.

5.2.2.1.2. Operaciones de financiación a más largo plazo

Son operaciones complementarias de las anteriores cuya función básica es contribuir a la gestión de la liquidez proporcionando también regularmente a las entidades financiación adicional pero durante un plazo mayor de tiempo, a pesar de lo cual representan un volumen limitado del total de financiación concedida (aproximadamente el 30% de la liquidez proporcionada por el Eurosistema)²⁹.

Para ejecutar estas operaciones el BCE anuncia la cantidad de financiación adicional que está dispuesto a ofrecer actuando como aceptante de tipos de interés, ya que las peticiones efectuadas por las entidades de contrapartida se suelen realizar mediante subastas a tipo de interés variable, aunque excepcionalmente también se pueden realizar mediante subastas a tipo de interés fijo, determinado por el BCE.

Las principales características operativas de estas operaciones son:

- Son operaciones, al igual que las anteriores, de inyección de liquidez, realizadas también mediante operaciones temporales.
- Se ejecutan con regularidad mensual, según un calendario establecido³⁰, recogido en el Anexo 3, y tienen un vencimiento de tres meses.
- Los BCNs las ejecutan de forma descentralizada mediante subastas ordinarias, por lo general a tipo de interés variable pero también a las pueden realizar a tipo de interés fijo.
- Las entidades de contrapartida que cumplan los criterios de selección pueden acceder a estas operaciones sin restricción.

²⁹ Vid. VERGARA, P. (2000): “*The Performance of the Operational Framework of the Eurosystem since the Introduction of the Euro*”. Trabajo presentado en la Conferencia del BCE “The operational framework of the Eurosystem and financial markets”, mayo; p. 4.

³⁰ Normalmente se llevan a cabo el primer miércoles de cada período de mantenimiento del coeficiente de caja.

- Igualmente se pueden utilizar los activos de garantía sin limitaciones para asegurar la contrapartida a estas operaciones.

5.2.2.1.3. Operaciones de ajuste

Son operaciones cuya finalidad específica es regular la situación de liquidez en el mercado y controlar la evolución de los tipos de interés, suavizando los efectos que puedan tener en los mismos las fluctuaciones inesperadas de liquidez en el mercado. Debido a que son operaciones que se desarrollan en momento muy concretos, en los que hay que actuar rápidamente, es necesaria la existencia de un grado de flexibilidad óptimo que permita disponer de un conjunto amplio de medidas e instrumentos adecuados para llevar a cabo estas operaciones. Precisamente, por esta razón, en caso de ser necesarias se realizan mediante subastas rápidas o procedimientos bilaterales³¹.

Las operaciones de ajuste se caracterizan sobre todo por los siguientes aspectos:

- Pueden ser tanto operaciones de inyección como de drenaje de liquidez, realizadas a través de los distintos instrumentos existentes. Las operaciones de inyección de liquidez se realizan mediante operaciones temporales, swaps de divisas o compras simples y las de absorción mediante operaciones temporales, swaps de divisas, depósitos a plazo fijo o ventas simples.
- Son operaciones sin periodicidad regular ni vencimiento normalizado, que se llevan a cabo ante situaciones específicas que exigen una actuación rápida.

³¹ Vid. BCE (1999): “El marco operativo ...”; op. cit.; p. 35.

- Las operaciones de ajuste, por lo general, se ejecutan mediante subastas rápidas, a excepción de las operaciones instrumentadas mediante compraventas simples y las operaciones de absorción de liquidez mediante operaciones temporales que se ejecutan mediante procedimientos bilaterales. No obstante, en cualquier caso no se excluye poder utilizar los procedimientos bilaterales para todas las operaciones.
- La ejecución de las operaciones de ajuste se realiza igualmente de forma descentraliza por los BCNs, y excepcionalmente por el BCE.
- Respecto a las entidades de contrapartida, tal y como se ha señalado previamente, se pueden seleccionar un número limitado de ellas de entre las que cumplen los criterios generales de selección, atendiendo a otro conjunto de criterios adicionales.
- Se pueden utilizar como garantía de estas operaciones toda la gama de activos existentes.

5.2.2.1.4. Operaciones estructurales

Son operaciones realizadas por el Eurosistema con el fin de ajustar la posición estructural del mismo frente al sector financiero.

Se caracterizan por:

- Pueden ser operaciones de inyección de liquidez, realizadas mediante operaciones temporales o compras simples, o de absorción de liquidez realizadas mediante emisión de certificados de deuda o ventas simples.
- Se ejecutan descentralizadamente por los BCNs, mediante subastas estándar en el caso de las operaciones temporales y la emisión de certificados de deuda, pudiendo tener o no una periodicidad regular y sin vencimiento normalizado en principio, y mediante procedimientos bilaterales en el caso de compraventas simples.

- Tienen acceso a estas operaciones todas las entidades que cumplan los criterios generales de selección.
- Igualmente todos los activos de garantía definidos como tales pueden ser utilizados como contrapartidas de la operación.

5.2.2.2. Tipos de instrumentos

5.2.2.2.1. Operaciones temporales

Las operaciones temporales constituyen el principal instrumento utilizado en las operaciones de mercado abierto, pudiendo ser utilizadas gracias a su flexibilidad en las cuatro categorías de operaciones anteriormente analizadas³². En las operaciones principales de financiación, financiación a más largo plazo y estructurales sólo se utilizan para inyectar liquidez, y en las de ajuste para inyectar y absorber liquidez.

Estas operaciones, a su vez, pueden materializarse de dos formas distintas:

- En forma de compraventas de activos mediante cesiones temporales u operaciones dobles³³ al transferir la propiedad de un activo desde el deudor o vendedor al acreedor o comprador, comprometiéndose ambas partes a realizar la operación contraria en un momento futuro en el cual el vendedor asume la obligación de recomprar el activo. El precio de recompra del activo incluye el precio de compra inicial más el interés devengado por la cantidad prestada hasta el vencimiento.

³² Vid. EMI (1996): “Preparation of a ...”; op. cit.; p. 31.

³³ A su vez estas operaciones pueden ser simultáneas o repos, es decir, compraventas con pacto de recompra, con pacto de recompra en fecha fija o a la vista. Principalmente se utilizan las segundas. Véase PAREJO, J.A., CUERVO, A., CALVO, A. y RODRÍGUEZ SÁIZ, L. (2001): “*Manual de sistema financiero español*”; Ed. Ariel Economía, 14ª ed., Barcelona, pp. 174-175.

- En forma de préstamos garantizados, en cuyo caso el préstamo se concede garantizando la operación con activos, siendo éstos susceptibles de ejecutarse si no se cumple la obligación principal. En este caso, la propiedad del activo la mantiene el deudor mientras no incumpla su obligación y el tipo de interés de la operación se determina aplicando el tipo de interés específico del crédito durante el plazo de la operación³⁴.

El resto de condiciones se ajustan a los procedimientos y trámites exigidos en las distintas jurisdicciones para la constitución y posterior ejecución de la garantía. Excepto en las operaciones de ajuste cuya ejecución se puede realizar mediante subastas rápidas o procedimientos bilaterales, en el resto generalmente se ejecutan mediante subastas estándar, realizadas por los BCNs con la excepción de las operaciones realizadas con fines de ajuste que también pueden ser ejecutadas por el BCE.

5.2.2.2. Operaciones simples

El Eurosistema también realiza compras o ventas simples de activos, conocidas también como operaciones a vencimiento en el mercado, al contado o a plazo. Son operaciones en las que hay una transferencia plena de la propiedad del activo del vendedor al comprador, regulada según la práctica del mercado en el que se negocie dicho activo habitualmente. El cálculo de los precios de la operación también se basa en la orientación del mercado respecto a los mismos.

Las operaciones simples son utilizadas con fines estructurales y de ajuste bien para inyectar liquidez o drenarla, siendo ejecutadas estas operaciones mediante procedimientos bilaterales por los BCNs, aunque en el caso de las operaciones simples

³⁴ El tipo de interés es un tipo de interés simple, aplicado a los días reales de la operación y considerando un año de 360 días.

de ajuste y de modo excepcional también pueden ser realizadas por el BCE. Los activos generalmente utilizados para garantizar estas operaciones son los de la lista uno³⁵.

5.2.2.2.3. Emisión de certificados de deuda del BCE

El BCE puede emitir certificados de deuda con fines únicamente estructurales para absorber liquidez, creando o aumentando de esta forma el déficit de liquidez del sistema, y modificando por tanto su posición estructural.

Los certificados de deuda constituyen un derecho del tenedor y una obligación del BCE frente al mismo. Son títulos emitidos al descuento, cuyo rendimiento se obtiene pues de la diferencia entre el valor de emisión y el valor nominal. Son títulos transmisibles en el mercado que se mantienen en forma de anotaciones en cuenta en centrales depositarias de valores en la zona euro. Pueden emitirse a través de subastas estándar, de forma regular o no, con un vencimiento por lo general inferior a doce meses, siendo los BCN los que ejecutan y liquidan la subasta de forma descentralizada.

5.2.2.2.4. Swaps de divisas

Son operaciones simultáneas al contado y a plazo de euros contra divisas utilizadas con fines de ajuste, en las que el Eurosistema compra o vende euros al contado contra una divisa y simultáneamente los vende o compra a plazo, en una fecha determinada. Por lo general, las divisas utilizadas para la operación son objeto de negociación de forma importante en el mercado. El rendimiento en esta operación se determina a partir de los puntos swap que se corresponden con la diferencia entre el tipo de cambio de la operación al contado y a plazo.

³⁵ Analizaremos posteriormente la utilización de los activos de garantía y la clasificación de éstos en dos listas, lista uno y lista dos, con características concretas para cada una de ellas, como ya hemos apuntado.

Son operaciones de inyección o absorción de liquidez, ejecutadas de forma descentralizada, seleccionando para su realización un número determinado de entidades a las que se les exige que puedan realizar operaciones de divisas en gran volumen, de forma eficiente y en cualquier tipo de condiciones imperantes en el mercado. Estas entidades coinciden con el grupo de entidades establecidas en la zona euro que se han seleccionado también para realizar las operaciones de intervención de divisas del Eurosistema³⁶.

Las operaciones de swaps de divisas se consideran muy útiles cuando hay escasez de activos nacionales o ante una necesidad de estabilización del balance del banco central, ya que pueden modificar la situación de los activos frente al sector exterior. No obstante, también presentan desventajas como la existencia de retardos en su utilización y la tendencia de este instrumento a dificultar e incluso impedir el desarrollo de los mercados monetarios nacionales³⁷.

5.2.2.2.5. Captación de depósitos a plazo fijo

Este instrumento se utiliza con fines de ajuste para absorber liquidez del mercado. Son depósitos a plazo y tipo de interés fijo constituidos por las entidades de contrapartida en cuentas en los BCNs, realizados a propuesta del BCE. Se remuneran al vencimiento del depósito por parte del BCN del Estado miembro en el que la entidad

³⁶ Se considera que las entidades seleccionadas para realizar ambas operaciones deben cumplir una serie de criterios adicionales como consecuencia de la especificidad de las funciones que realizan. Estos criterios se engloban en dos grupos distintos: los que se refieren al principio de prudencia, como son la solvencia, la supervisión por parte de una autoridad supervisora reconocida, un comportamiento ético y una buena reputación; y los que se refieren a aspectos de eficiencia, como la capacidad para ofrecer precios competitivos y gestionar grandes volúmenes de fondos, o la calidad y cobertura de la información proporcionada. Véase BCE (2000): “*La política monetaria ... documentación general ...*”; op. cit.; p. 87.

³⁷ Vid. EMI (1996): “Preparation of a ...”; op. cit.; p. 31.

está establecida, siendo el tipo de interés resultante un tipo de interés simple, aplicado a los días de la operación. El BCN no proporciona ninguna garantía sobre este depósito.

La captación de depósitos se realiza, por lo general, mediante subastas rápidas por parte de los BCNs de forma descentralizada, aunque también se admite excepcionalmente su captación por parte del BCE, así como la ejecución mediante procedimientos bilaterales. En cualquier caso, se puede seleccionar un cierto número de entidades para llevar a cabo la utilización de este instrumento según los criterios generales y específicos relevantes.

5.2.3. LAS FACILIDADES PERMANENTES

Las facilidades permanentes constituyen otro de los instrumentos de la política monetaria única, mediante el cual se pretende inyectar y drenar liquidez a un día directamente a través de operaciones de crédito y depósito realizadas por el Eurosistema con las entidades autorizadas, a iniciativa de estas últimas³⁸.

Al igual que ocurre con las operaciones de mercado abierto, con este instrumento también se pretende señalar la orientación general de la política monetaria y controlar la evolución de los tipos de interés del mercado³⁹. Existen dos tipos de facilidades, la facilidad marginal de crédito y la facilidad marginal de depósito, las cuales analizamos a continuación.

³⁸ Este instrumento constituye una novedad en la política monetaria de algunos países de la zona euro, como por ejemplo España, por lo cual se considera que su aplicación tiene consecuencias importantes muy positivas al facilitar directamente la gestión de liquidez de las entidades. Véase QUIRÓS, G. (1998): “Estrategia e instrumentación de la política monetaria única”, *Economistas*, nº 78; pp. 106-114.

³⁹ Vid. BCE (2000): “*La política monetaria ... documentación general ...*”; op. cit.; pp. 5-6.

Los tipos de interés de estas operaciones son fijados por el Consejo de Gobierno del BCE, pudiendo modificarlos en cualquier momento así como las condiciones de estas operaciones, que serán idénticas en todo el área del euro. Estos tipos de interés constituyen un límite superior e inferior al comportamiento de los tipos de interés a corto del mercado, formando una banda o pasillo dentro de la cual se mueven el resto de ellos. De esta forma, cumplen el objetivo de señalar la orientación general de los tipos de interés⁴⁰. Este comportamiento y la estructura que forman los tipos de interés se pueden observar en el Gráfico 5.1., donde se analiza la evolución de los tipos de interés oficiales del BCE.

5.2.3.1. Facilidad marginal de crédito

La facilidad marginal de crédito permite a las entidades obtener liquidez a un día proporcionada por los BCNs contra activos de garantía. Se pretende con ello que las entidades de la zona euro puedan de esta forma satisfacer necesidades transitorias de liquidez⁴¹. El tipo de interés de esta operación, anunciado previamente por el Eurosistema, es un límite superior o techo⁴² para los tipos de interés del mercado a un día, ya que se considera que las entidades recurren a esta financiación en última instancia y no están dispuestas a pagar por la financiación que necesitan un tipo de interés más alto que el que les cobra el BCE, en cualquier caso más bajo⁴³.

⁴⁰ Vid. BCE (1999): “El marco operativo ...”; op. cit.; p. 35.

⁴¹ Esta facilidad podría decirse que está inspirada en el préstamo lombardo, instrumento existente hasta la aparición de la UEM en la política monetaria alemana. Véase QUIRÓS, G. (1998): “Estrategia e instrumentación ...”; op. cit.; p. 108.

⁴² Vid. ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (1997): “*La política monetaria en la ...*”; op. cit.; p. 11.

⁴³ Vid. PAREJO, J.A., CUERVO, A., CALVO, A. y RODRÍGUEZ SÁIZ, L. (2001): “*Manual de sistema financiero...*”; op. cit.; p. 149.

Para realizar estas operaciones, los BCNs utilizan operaciones temporales en sus dos modalidades, cesiones temporales en las que la operación contraria se realiza el siguiente día hábil o préstamos a un día contra activos de garantía.

Siempre que se cumplan los criterios generales de selección, las entidades podrán recurrir a la facilidad marginal de crédito a través del BCN del Estado miembro en el que la entidad esté establecida, por lo cual se puede considerar que este recurso es automático. Sólo se podrá acceder, sin embargo, los días en que estén operativos los respectivos sistemas nacionales de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) y los servicios de liquidación de valores (SLV)⁴⁴.

Para acceder a la facilidad marginal de crédito, la entidad debe realizar una solicitud al BCN del Estado miembro en el que ésta esté situada. Si desea que se tramite en el día, la solicitud se ha de recibir como máximo treinta minutos después del cierre del sistema Target⁴⁵. La obligación que tienen las entidades de cumplir un coeficiente de reservas mínimas, que analizaremos en un próximo epígrafe, hace que las entidades acudan a esta facilidad si prevén su incumplimiento. Para facilitar dicho acceso, el último día hábil del período de mantenimiento del coeficiente se amplía el horario de admisión de solicitudes treinta minutos más.

En la solicitud debe concretarse el importe del crédito y los activos de garantía de la operación⁴⁶. En principio, no existe ninguna limitación a estas operaciones, a excepción de disponer de suficientes activos para asegurarla.

⁴⁴ En el caso de que el SLBTR de un país esté cerrado un día concreto, estando abiertos algunos de los existentes en otros Estados Miembros, existen procedimientos alternativos para poder realizar las operaciones a través de estos últimos.

⁴⁵ El sistema Target cierra a las 18,00 hr., hora del BCE.

⁴⁶ Los activos de garantía también pueden haber sido depositados previamente en el banco central nacional, como veremos al analizar los procedimientos de adjudicación en un próximo apartado.

De forma adicional también se consideran solicitudes automáticas de crédito las posiciones deudoras que mantengan las entidades al final del día en las cuentas de liquidación abiertas en los BCNs.

El vencimiento de estas operaciones es de un día, produciéndose el reembolso de los créditos al día siguiente siempre que estén operativos los SLBTR y los SLV nacionales, y en su defecto el siguiente día que lo estén. En el momento del reembolso también se pagan los intereses, calculados como un tipo de interés simple sobre los días reales de la operación.

5.2.3.2. Facilidad marginal de depósito

Por su parte, la facilidad marginal de depósito permite a las entidades realizar depósitos a un día en los BCNs cuando disponen de excedentes de liquidez, obteniendo una remuneración por los mismos al tipo de interés fijado por el Consejo de Gobierno del BCE⁴⁷. Este tipo de interés constituye un límite mínimo o suelo para los tipos de interés del mercado⁴⁸. Al contrario de lo que ocurre con la facilidad marginal de crédito, el BCE no ofrece ningún activo para garantizar la operación.

Pueden acceder a estas operaciones todas las entidades de contrapartida que cumplan los criterios generales de selección, en los días en que estén operativos los SLBTR.

⁴⁷ Este instrumento por su parte constituye una mayor innovación frente a la facilidad marginal de crédito, ya que con carácter general no existía en ningún país de la UE previamente a la aparición de la política monetaria única. Véase QUIRÓS, G. (1998): “Estrategia e instrumentación...”; op. cit.; p. 109.

⁴⁸ Vid. ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (1997): “La política monetaria en la ...”; op. cit.; p. 11.

Al igual que en la facilidad marginal de depósito, se debe tramitar una solicitud para acceder a esta operación, señalando en la misma el importe del depósito para el cual en principio no existe ningún límite. Para que sea efectiva el mismo día debe realizarse como máximo treinta minutos después del cierre efectivo del sistema Target⁴⁹. El vencimiento de los depósitos se produce el siguiente día que esté operativo el correspondiente SLBTR, efectuándose en el momento de la apertura.

5.2.4. EL COEFICIENTE DE RESERVAS MÍNIMAS DE LIQUIDEZ

El tercer instrumento de la política monetaria única consiste en el mantenimiento de un coeficiente de reservas mínimas de liquidez o coeficiente de caja. Se pretende que de esta forma las entidades sujetas al mismo mantengan cierta cantidad de liquidez en forma de reservas en una o varias cuentas en el BCN del país donde estén establecidas.

Este coeficiente pretende alcanzar principalmente dos objetivos⁵⁰:

- Estabilizar los tipos de interés del mercado monetario, para lo cual se establece que el mantenimiento del coeficiente de caja se hará en promedio mensual, de forma que las entidades puedan hacer frente a necesidades transitorias de liquidez, suavizando sus efectos.
- Contribuir a la creación o ampliación de un déficit estructural de liquidez.

No obstante, también puede contribuir al control de la expansión monetaria directamente al determinar la demanda de dinero que realizan las entidades financieras

⁴⁹ Vid. BCE (2000): “*La política monetaria ... documentación general ...*”; op. cit.; pp. 23-24.

⁵⁰ *Ibidem*, p. 54.

periódicamente, demanda que se ve fuertemente influida a su vez por la evolución de los tipos de interés del mercado monetario⁵¹.

Durante el trabajo preparatorio previo a la tercera fase, principalmente realizado por el IME, se discutió sobre la necesidad o no de este coeficiente, y las características que debía tener el mismo, debido a que no todos los Estados miembros que aspiraban a participar en la UEM utilizaban este coeficiente como instrumento de su política monetaria⁵² y además entre los que lo utilizaban las características del mismo no eran homogéneas⁵³.

Algunos bancos centrales que no participan en la UEM, como el Banco de Inglaterra, han criticado la utilización de este coeficiente, ya que en su opinión las operaciones de mercado abierto cumplen mejor las dos funciones anteriores de estabilización de los tipos de interés y control de la liquidez, por lo que el coeficiente de caja tendría más bien un papel secundario. No obstante, desde este banco central sí se admite que podría convertirse en un objetivo operativo en sí mismo en la medida en que, tal y como hemos señalado anteriormente, la obligación de mantener cierta liquidez condiciona las decisiones respecto a la demanda de dinero de las entidades y la influencia en la misma de los tipos de interés⁵⁴.

Además, para algunos autores la discusión sobre la necesidad o no de imponer un coeficiente de reservas mínimas se justifica en la contradicción que supone este coeficiente para el principio de orientación al mercado que debe guiar el marco

⁵¹ Vid. EMI (1997): *"The single monetary policy in stage three: general documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures"*, septiembre; p. 48.

⁵² Vid. QUIRÓS, G. (1998): "Estrategia e instrumentación..."; op. cit.; p. 111.

⁵³ Vid. EMI (1996): "Preparation of a ..."; op. cit.; p.32.

⁵⁴ Vid. RULE, D. (1997): "Monetary policy implementation in EMU-a Bank of England perspective on the EMI's proposals", *Quarterly Bulletin of Bank of England*, febrero; pp. 57-62.

operativo. No obstante, el hecho de remunerar dichas reservas a los tipos de interés del mercado, es observado como un intento de aproximarse al mismo⁵⁵.

El coeficiente de caja está regulado básicamente por dos Reglamentos: uno del Consejo de la UE y otro del BCE⁵⁶, relativos ambos a la aplicación de las reservas mínimas y a la determinación de todos sus aspectos y características, de forma que todas las condiciones que regulan el sistema sean idénticas para toda la zona euro.

5.2.4.1. Entidades obligadas al mantenimiento del coeficiente de caja

En principio, todas las entidades de crédito situadas en el área del euro están obligadas al mantenimiento del coeficiente de reservas mínimas, aplicable tanto a las entidades como a sus sucursales en el área, incluyendo además las sucursales en el mismo de entidades que están establecidas fuera de la UEM. Al mismo tiempo, el BCE puede eximir de dicha obligación a las entidades que se encuentren en procesos de liquidación o saneamiento e igualmente a las entidades que a pesar de estar obligadas al cumplimiento de dicho coeficiente, a juicio del BCE no contribuyen a alcanzar los dos objetivos perseguidos por el mismo⁵⁷, por participar en menos de un 5% en el balance total de las entidades financieras de cada país miembro⁵⁸.

Las entidades sujetas a este coeficiente como hemos señalado anteriormente son las entidades que también pueden actuar como contrapartida en las operaciones de la

⁵⁵ Vid. HAMÄLÄINEN, S. (2000): “*The operational framework ...*”; op. cit.; p. 2.

⁵⁶ El Reglamento 2531/98 del Consejo (CE) y el Reglamento 2818/98 del BCE.

⁵⁷ Se considera que en cualquier caso dichas excepciones no deben causar discriminación entre todo el conjunto de entidades del área, valorando para ello un conjunto de criterios: a) si la entidad desempeña funciones con un propósito especial; b) si la entidad no realiza operaciones activas en competencia con otras entidades; y c) si la entidad tienen sus depósitos asignados a fines relacionados con la ayuda al desarrollo regional y/o internacional.

⁵⁸ Esta situación se conoce coloquialmente como “*cortar la cola*”. Véase LOZANO, E y CANO, D. (1999): “La política monetaria del BCE”, *Análisis Financiero Internacional*, octubre-enero 1999; p. 24.

política monetaria del Eurosistema. La lista de las entidades obligadas es elaborada y revisada por el BCE, que también publica periódicamente la lista de entidades exentas.

5.2.4.2. Cálculo y estructura del coeficiente de reservas mínimas a mantener por las entidades

El cálculo de las reservas que debe mantener una entidad se obtiene al aplicar el coeficiente sobre la base de reservas. A su vez, dicha base se calcula en relación a ciertas partidas del balance de cada entidad, en concreto, depósitos captados, valores de renta fija e instrumentos del mercado monetario emitidos. Los datos del balance son enviados a los BCNs según los requerimientos de información establecidos⁵⁹, al igual que la información relativa a las partidas computables en la base de reservas.

Además, el BCE puede aplicar distintos coeficientes a la base de reservas según las características de los pasivos y sin superar el límite máximo recogido en el Reglamento del Consejo de la UE del 10% de los pasivos computables, pudiendo imponer también un coeficiente del 0%. Según esto, al aplicar dicho coeficiente, el BCE distingue tres tipos de pasivos⁶⁰:

- a) Pasivos incluidos en la base de reservas y a los que se les aplica un coeficiente positivo, situado actualmente en el 2%: depósitos a la vista, depósitos a plazo con vencimiento igual o menor a dos años, depósitos disponibles con preaviso igual o inferior a dos años, valores de renta fija con vencimiento igual o inferior a dos años e instrumentos del mercado monetario.

⁵⁹ Algunas entidades de menor tamaño pueden ser eximidas de la obligación de proporcionar información sobre las partidas de su balance, estableciéndose simplemente la presentación trimestral de ciertos datos del mismo, que puede incluso presentarse en fecha posterior al resto de entidades.

⁶⁰ Vid. BCE (2000): “*La política monetaria ... documentación general ...*”; op. cit.; p. 56.

- b) Pasivos incluidos en la base de reservas y a los que se les aplica un coeficiente del 0%: depósitos a plazo con vencimiento mayor a dos años, depósitos disponibles con preaviso mayor a dos años, cesiones temporales y valores de renta fija emitidos con vencimiento mayor a dos años.
- c) Pasivos excluidos de la base de reservas, es decir los pasivos frente a otras entidades sujetas a este coeficiente, frente al BCE y los BCNs⁶¹.

Una vez delimitados los pasivos que forman la base de cálculo, la cantidad a mantener en forma de reservas se determina aplicando los coeficientes correspondientes al conjunto de pasivos anteriores. A la cantidad resultante se le deducen 100.000 euros, en concepto de franquicia uniforme aplicable a todas las entidades en cada uno de los Estados miembros en que tengan un establecimiento⁶².

5.2.4.3. Mantenimiento de las reservas

El período de mantenimiento de las reservas es de un mes, comenzando el día 24 de cada mes y terminando el día 23 del mes siguiente. Las reservas diarias de cada entidad se corresponden con el saldo que tiene al final del día en su cuenta de reservas. Las reservas se deben mantener en una o varias cuentas de reservas⁶³ en los correspondientes BCNs de los Estados miembros en los que estén establecidas las entidades.

⁶¹ En el caso de los valores de renta fija y otros instrumentos del mercado monetario, el emisor debe estar en condiciones de justificar el importe real de dichos instrumentos mantenidos por otras entidades sujetas al sistema de reservas mínimas. Si no existe esta justificación sólo se podrán presentar deducciones estandarizadas de un porcentaje fijo a cada partida del balance. *Ibidem*.

⁶² Las reservas resultantes para cada período de mantenimiento se redondean a la unidad de euro más próxima.

⁶³ A estos efectos, también se considera que se pueden utilizar como cuentas de reservas las cuentas de liquidación de las entidades en los BCNs.

En cada Estado miembro la oficina central de cada entidad es la encargada de cumplir la obligación relativa a las reservas mínimas correspondientes a todos los establecimientos en dicho Estado. Respecto a los establecimientos situados fuera de los mismos, las reservas se han de mantener en cuentas en los BCNs de dichos Estados miembros⁶⁴.

Las reservas mantenidas por las entidades se remuneran al tipo de interés medio, ponderado según el número de días naturales, resultante del cálculo en el período de mantenimiento del tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación⁶⁵. El exceso de reservas sobre el mínimo exigido no se remunera.

5.2.4.4. Incumplimiento en el mantenimiento de las reservas mínimas

El incumplimiento en el mantenimiento de las reservas mínimas se produce cuando el saldo medio durante el período de mantenimiento de su cuenta o cuentas de reservas es inferior a las reservas obligatorias que se deberían mantener en dicho período. Este incumplimiento genera tres tipos de sanciones impuestas por el BCE⁶⁶:

⁶⁴ A estos efectos, se calcula la base de reservas correspondiente a cada establecimiento situado en otro Estado miembro y sobre éste se aplica el coeficiente.

⁶⁵ La remuneración R_t que se paga a los depósitos mantenidos en el período de mantenimiento “t” se obtiene de la siguiente forma:

$$R_t = \frac{H_t n_t \sum_{i=1}^n \frac{Mr_i}{n_t 100}}{360}$$

donde: H_t son los depósitos obligatorios mantenidos en el período de mantenimiento “t”.

n_t es el número de días del período de mantenimiento “t”

i es el día i -ésimo del período de mantenimiento “t”

Mr_i es el tipo de interés marginal de la más reciente de las operaciones principales de financiación que incluye el día i -ésimo.

⁶⁶ De forma adicional, el BCE también está facultado para imponer sanciones por el incumplimiento de otros aspectos relativos a este coeficiente.

- Pago de hasta cinco puntos porcentuales por encima del tipo de interés de la facilidad marginal de crédito, aplicado sobre la cuantía de reservas que falta por aportar.
- Pago de hasta el doble del tipo de interés de la facilidad marginal de crédito, aplicado igualmente sobre la cuantía de reservas que falta por aportar.
- Exigencia de constituir un depósito no remunerado en el BCE o en los BCNs de hasta el triple de las reservas que dicha entidad no haya podido aportar, durante un período no superior a aquél en el que la entidad no haya cumplido el coeficiente.

5.2.5. LOS ACTIVOS DE GARANTÍA

Las operaciones de política monetaria consistentes en proporcionar crédito por parte del SEBC a las entidades financieras han de apoyarse en un conjunto de activos de garantía que actúan como colaterales en dichas operaciones⁶⁷. Estos activos, por tanto, son aportados por las entidades de contrapartida analizadas anteriormente, bien mediante la transferencia de propiedad o bien mediante la constitución de prenda sobre dichos activos, en función de las operaciones concretas de política monetaria realizadas.

Las exigencias impuestas a los activos de garantía se apoyaban en algunos principios básicos ya recogidos en el TUE⁶⁸, en el cual se señalaba también que los

⁶⁷ Así se recoge en el artículo 18.1 de los Estatutos del SEBC.

⁶⁸ Estos principios eran: 1) ser un mecanismo de protección frente a las pérdidas que pudiese sufrir el Eurosistema en sus operaciones de política monetaria; 2) prohibición del acceso privilegiado a dichas operaciones por parte de instituciones públicas, de forma que no haya discriminación entre los activos de emisores públicos y privados; 3) las operaciones de política monetaria deben realizarse en un marco de libre competencia que genere una asignación eficiente de los recursos, lo que implica asegurar un tratamiento equitativo tanto de emisores como de entidades de contrapartida en todo el área. Véase MASTROENI, O. (2000): “*The collateral framework of the Eurosystem: some evidence in the first months for the EMU*”. Trabajo presentado en la Conferencia del BCE “The Operational framework of the Eurosystem and financial markets”, mayo; p. 3.

objetivos que deberían cumplir dichos activos, y que por tanto determinarían su elección o no, serían principalmente los tres siguientes⁶⁹:

- Asegurar la operación.
- Garantizar un trato equitativo a las entidades de contrapartida, de forma que no haya ningún tipo de discriminación en el acceso a los activos de garantía que pueden utilizarse en las operaciones de política monetaria.
- Promover la eficiencia operativa, permitiendo que las operaciones se realicen de forma rápida y segura, lo que exige que los activos estén disponibles en el momento necesario tanto para realizar las operaciones de política monetaria como para su utilización en el sistema de pagos.

No obstante, a pesar de estos objetivos, también es necesario considerar las características específicas de los sistemas y mercados financieros en cada Estado miembro, las cuales determinan un conjunto de activos relevantes para algunos países a nivel individual que no pueden, por tanto, ser tratados de forma homogénea al resto de activos definidos para la UEM en su conjunto. Además, inicialmente existía mucha ambigüedad y heterogeneidad entre las prácticas utilizadas en todos los países, que impedían una total armonización desde el principio, y que incluso si ésta se forzaba podría implicar riesgos como el hecho de que la lista de activos elegibles fuese muy reducida, pudiendo ser insuficiente para la realización de las operaciones de política monetaria del Eurosistema⁷⁰.

Por ello el BCE, al definir los activos de garantía que utilizaría en sus operaciones de política monetaria, estableció dos grupos de activos en dos listas: “lista uno” y “lista dos”⁷¹, cuyos criterios generales aparecen en el Cuadro 5.1. La lista uno

⁶⁹ Vid. BCE (2000): “*La política monetaria ... documentación general ...*”; op. cit.; p. 40.

⁷⁰ Vid. MASTROENI, O. (2000): “*The collateral framework ...*”; op. cit.; pp. 4-5.

⁷¹ Vid. BCE (2000): “*La política monetaria ... documentación general ...*”; op. cit.; p. 40.

incluye los instrumentos de renta fija negociables que cumplen los criterios de selección generales para poder ser utilizados en el área. La lista dos, por su parte, incluye otros activos negociables y no negociables de especial importancia para los mercados y sistemas financieros nacionales, y que además cumplen los criterios de selección determinados por los respectivos BCNs que los incluyen.

Cuadro 5.1. Criterios generales para los activos de la lista uno y de la lista dos

Criterios generales	Activos de la lista uno	Activos de la lista dos
Tipo de activo	Certificados de deuda del BCE Otros instrumentos de renta fija negociables	Instrumentos de renta fija negociables Instrumentos de renta fija no negociables Acciones negociadas en un mercado regulado
Procedimientos de liquidación	Los activos deben estar depositados de forma centralizada mediante anotaciones en cuenta en un BCN o en un SLV que cumpla los requisitos mínimos del BCE	Los activos deben ser fácilmente accesibles para el BCN que los ha incluido en su lista dos
Tipo de emisor	Eurosistema Sector público Sector privado Instituciones internacionales y supranacionales	Sector público Sector privado
Solidez financiera	El emisor debe ser financieramente solvente para el BCE	El emisor debe ser financieramente solvente para el BCN que lo ha incluido en su lista dos
Localización del emisor	EEE	Área del euro
Localización del activo	Área del euro	Área del euro
Moneda de denominación	Euro	Euro
Uso transfronterizo	Sí	Sí

Fuente: Vid. BCE (2000): “La política monetaria única en la tercera fase: documentación general sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema”; noviembre; p. 43.

La primera lista de activos se publicó por parte del BCE el 26 de octubre de 1998, conteniendo aproximadamente 21.000 activos que podían ser utilizados como garantía y clasificados según la lista correspondiente, el tipo de activo y el país de

emisión. Esta lista, a partir de ese momento, se actualiza semanalmente⁷² y se publica en la red Internet, lo cual se considera una forma de garantizar su transparencia y claridad de información respecto al ser accesible a todas las entidades que deseen utilizar activos de garantía.

Los activos de las dos listas pueden ser utilizados para todo tipo de operaciones de política monetaria, excepto para las operaciones simples que generalmente no utilizan activos de la lista dos, por lo que podemos decir que en principio no existen diferencias sustanciales entre ambos grupos. Únicamente, la diferencia principal reside en quién se responsabiliza de los riesgos implícitos de los distintos activos, el SEBC en el caso de los activos de la lista uno y los BCNs que han propuesto dicho activo para la lista dos⁷³.

A pesar de la definición de las dos listas de activos, actualmente no existe una opinión crítica al respecto, en el sentido de que a pesar de que inicialmente fue lo más idóneo definir dos listas como consecuencia de las diferencias existentes en los mercados y sistemas financieros de los distintos países, este hecho también genera problemas al intentar aplicar un trato equitativo, complicando además los procedimientos utilizados en el marco de la política monetaria, lo que hace que ésta no sea tan eficiente, sencilla y transparente como debiera. Por ello, es posible que en un plazo relativamente corto de tiempo, y como consecuencia de la evolución del marco operativo, se elimine esta distinción entre activos de la lista uno y activos de la lista dos⁷⁴.

⁷² Vid. LOZANO, E y CANO, D. (1999): “La política monetaria ...”; op. cit.; p. 32.

⁷³ *Ibidem*, p. 32.

⁷⁴ Vid. HAMÄLÄINEN, S. (2000): “*The operational framework ...*”; op. cit.; pp. 4-5.

5.2.5.1. Los activos de la lista uno

Los activos de garantía que forman la lista uno se determinan en función de los criterios de selección definidos por el BCE para todo el área⁷⁵:

- Deben ser instrumentos de renta fija.
- Deben tener una elevada calidad crediticia, determinada tanto por factores institucionales como por la calificación realizada por empresas reconocidas⁷⁶.
- Deben ser activos situados en la zona euro, transferibles mediante anotaciones en cuenta y estar depositados en un BCN o en una central depositaria de valores.
- Deben estar denominados en euros.
- Deben ser emitidos o garantizados por entidades establecidas en el EEE.
- Deben estar registrados o cotizar en un mercado regulado, pudiendo utilizarse el criterio de liquidez para seleccionar distintos valores de renta fija.

Además de los activos que cumplen estas condiciones, también se incluyen dentro de esta lista los certificados de deuda emitidos por el BCE y los emitidos por los BCNs antes de 1999. Por otra parte, los BCNs no aceptan como activos de garantía valores de renta fija emitidos o garantizados por la entidad de contrapartida o cualquier otra con la que ésta tenga vínculos estrechos, independientemente de que estos activos formen parte de la lista uno. Del mismo modo también se pueden rechazar como garantías los activos de la lista uno que tengan fecha de vencimiento anterior a la de la operación de política monetaria que se vaya a garantizar o aquéllos que tengan un flujo

⁷⁵ Vid. BCE (2000): “*La política monetaria ... documentación general ...*”; op. cit.; p. 41.

⁷⁶ En este sentido, se da especial prioridad al resultado del examen interno que los propios BCNs realicen sobre la calidad crediticia de los emisores. Véase QUIRÓS, G. (1998): “Estrategia e instrumentación...”; op. cit.; p. 113.

de renta pagadero antes de la fecha de vencimiento de la operación de política monetaria que se vaya a garantizar.

El conjunto de activos que forman la lista uno es recogido y actualizado semanalmente por el BCE, haciéndolo público directamente en la red Internet. Estos activos pueden utilizarse en todas las operaciones de política monetaria que exijan esta garantía, es decir, operaciones de mercado abierto y facilidad marginal de crédito.

5.2.5.2. Los activos de la lista dos

Los BCNs también pueden definir un conjunto de activos, los cuales se consideran relevantes en los mercados y sistemas financieros nacionales. Este conjunto de activos forman la lista dos. Los BCNs fijan los criterios de selección de estos activos a partir de unos requisitos mínimos y siempre bajo la supervisión del BCE. Los activos seleccionados al igual que los que forman la lista uno también son revisados y publicados semanalmente. Los criterios de selección establecidos para determinar los activos de esta lista son⁷⁷:

- Deben ser instrumentos de renta fija o acciones negociadas en un mercado regulado, emitidos por entidades que cumplen los suficientes criterios para garantizar dicha emisión⁷⁸.
- Las entidades emisoras o garantes de los activos incluidos en esta lista deben ser financieramente solventes y estar establecidas en la UEM.
- Los BCNs correspondientes deben poder acceder fácilmente a los activos que han incluido en la lista dos.

⁷⁷ *Ibíd.*

⁷⁸ No obstante, el BCE con carácter excepcional puede autorizar a los BCNs a incluir en su lista dos activos emitidos por entidades con garantías insuficientes, a las que les impone un conjunto de condiciones adicionales

- Los activos deben estar situados en el área y ser denominados en euros.

Igualmente, en operaciones concretas de política monetaria no se pueden aceptar los activos emitidos por las entidades que actúan en dichas operaciones como contrapartida o cualesquiera otras relacionadas con éstas. Además, los BCNs también pueden no aceptar determinados activos, aún estando incluidos en la lista dos, bien por tener un vencimiento anterior al vencimiento de la operación de política monetaria, bien por tener un flujo de renta que se produce hasta la fecha de vencimiento de la operación, o bien por ser acciones con cualquier tipo de pago o derecho incorporado que pueda condicionar que estos activos sean adecuados como activos de garantía.

Por lo general, los activos de la lista dos se utilizan en las operaciones temporales de mercado abierto y en la facilidad marginal de crédito.

5.2.5.3. El riesgo de pérdidas para el Eurosistema

La situación de incumplimiento de una entidad de contrapartida en una operación de política monetaria obliga al BCE y a los BCNs a liquidar los activos presentados por dicha entidad como garantía de la operación. La posibilidad de que en esa liquidación el Eurosistema incurra en pérdidas ha generado un conjunto de medidas de control de riesgos aplicables a los activos de ambas listas⁷⁹.

De forma general, se aplican unos márgenes iniciales a los activos que garantizan las operaciones de inyección de liquidez con el fin de que el valor final de dicha garantía sea mayor al volumen de las operaciones. Estos márgenes se determinan aplicando un

⁷⁹ Vid. QUIRÓS, G. (1998): “Estrategia e instrumentación...”; op. cit.; p. 113.

porcentaje sobre la liquidez, estando este porcentaje en función de la duración del riesgo⁸⁰.

- Un margen del 1% para el crédito intradía y a un día.
- Un margen del 2% para operaciones con vencimiento mayor a un día.

Además de estos márgenes, también se aplican medidas adicionales en función de los distintos grupos de activos.

Respecto a los activos de la lista uno, todo instrumento de renta fija está sujeto a recortes de valoración concretos, que se aplican deduciendo un porcentaje del valor de mercado del activo en función de la vida residual y los cupones que incorpore dicho título. Estos recortes aparecen el Anexo 1. Además, los activos se valoran diariamente con el fin de que durante el plazo que resta hasta el vencimiento de la operación, ésta siempre esté garantizada⁸¹.

Al mismo tiempo, la valoración de los activos de garantía se guía por un conjunto de principios básicos⁸²:

1. La valoración de cada activo se realiza a partir de referencias proporcionadas por un único mercado donde dicho activo esté registrado, cotice o sea negociado.
2. En dicho mercado de referencia, se define el precio más representativo de dicho activo.

⁸⁰ Vid. BCE (2000): “*La política monetaria ... documentación general ...*”; op. cit.; p. 44.

⁸¹ Si tras la valoración diaria se observa que el valor del activo se aleja del exigido, es necesario ajustar dicho valor, proporcionando en caso de que sea por defecto garantías adicionales, bien directamente en forma de nuevos activos o mediante pagos en efectivo. Si es por exceso, el BCN puede devolver el exceso a la entidad de contrapartida.

⁸² *Ibidem*.

3. El valor de los activos negociables se calcula sobre la base del precio más representativo del día hábil anterior a la valoración. Si no existe precio representativo, se utiliza el último precio negociado y si no existe éste, el precio lo define el BCN.
4. El valor de mercado incorpora los intereses devengados por el activo.
5. El tratamiento de los flujos de renta de los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales puede variar entre los distintos BCNs en función de la legislación existente al respecto sobre la valoración de los activos cuando se produce la transferencia de flujos.
6. Si se incluyen por parte de un BCN activos no negociables en su lista dos deben establecerse principios de valoración separados para los mismos.

Por otro lado, los BCNs permiten que los activos de garantía se puedan mantener en un fondo común, en el que se identifican cada uno de los activos individualmente actuando de forma conjunta para garantizar las operaciones de política monetaria, o bien mediante un sistema de identificación individual en el que cada operación se vincula a un activo concreto⁸³. Los activos de garantía pueden ser sustituidos por otros, siempre en un sistema de fondo común, y sólo cuando el BCN correspondiente lo permita en un sistema de identificación individual⁸⁴.

Respecto a los activos de la lista dos, las medidas de control de riesgos las establecen los BCNs correspondientes, es decir, los que han incluido dichos activos, pero están sujetas a la aprobación del BCE, con el fin de evitar situaciones de discriminación entre los activos. Al igual que en los activos de la lista uno, se aplican un conjunto de recortes de valoración en función de la liquidez y el resto de características intrínsecas de los activos, distinguiendo entre acciones, instrumentos de renta fija

⁸³ Vid. MASTROENI, O. (2000): “*The collateral framework ...*”; op. cit.; p. 15.

⁸⁴ Vid. BCE (2000): “*La política monetaria ... documentación general ...*”; op. cit.; p. 40-47.

negociables con liquidez limitada y características especiales e instrumentos de renta fija no negociables.

5.2.5.4. Utilización transfronteriza de los activos de garantía

Los activos de garantía descritos anteriormente se pueden utilizar de forma transfronteriza, lo que permite a las entidades de contrapartida realizar operaciones de inyección de liquidez con el BCN en el que están establecidas, utilizando como garantía activos situados en otro Estado miembro⁸⁵.

Para facilitar esta posibilidad, se ha diseñado un mecanismo llamado *modelo de corresponsalía entre bancos centrales* (MCBC). Con el objetivo de asegurar que todos los activos elegibles puedan ser susceptibles de uso transfronterizo, todos los BCNs mantienen cuentas de valores en los demás BCNs actuando estos últimos como *entidad custodio* o *corresponsal* para el resto de bancos centrales, en relación con los activos aceptados situados en otro Estado miembro⁸⁶.

Los activos depositados, a su vez, pueden estar identificados individualmente o mantenerse conjuntamente en un fondo común⁸⁷. En el primer caso, cuando se acepta la puja de una entidad de contrapartida por parte del BCN donde está establecida, es decir, el llamado *banco central local*, para que se pueda liquidar la operación, la entidad debe transferir los activos situados en otro Estado miembro al BCN de dicho Estado, es decir al *banco central corresponsal*, el cual cuando recibe dichos activos lo comunica al *banco central local* que liquida la operación con la entidad de contrapartida. En el segundo caso, al mantener activos en un fondo común, en cualquier momento sin que

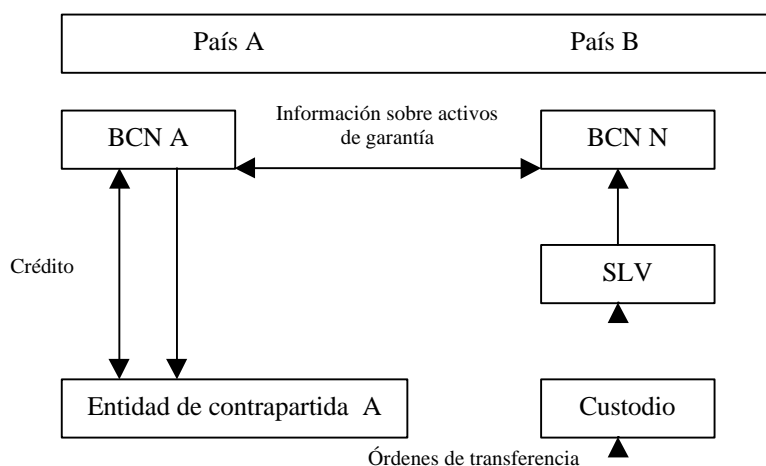
⁸⁵ Vid. MASTROENI, O. (2000): “*The collateral framework ...*”; op. cit.; p. 19.

⁸⁶ Los activos son aceptados bien a través de su central depositaria local o a través de su sistema de liquidación. Véase BCE (2000): “*La política monetaria ... documentación general ...*”; op. cit.; p. 50-52.

⁸⁷ *Ibidem*.

haya necesidad de realizar una operación de política monetaria de forma inmediata, la entidad de contrapartida puede transferir activos al *banco central corresponsal* para la cuenta que mantiene en él el *banco central local*, pasando estos activos a formar parte del fondo común de ese entidad de contrapartida. El funcionamiento de este sistema se puede observar en el Cuadro 5.2.

Cuadro 5.2. Modelo de corresponsalía entre bancos centrales



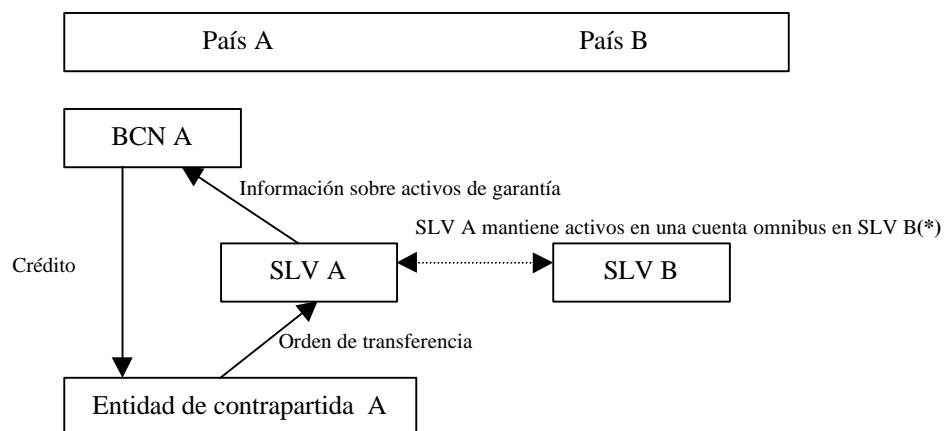
Fuente: BCE (2000): “*La política monetaria única en la tercera fase: documentación general sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema*”, noviembre; p. 50.

Este mecanismo puede utilizarse desde las 9.00 hr (hora del BCE), los días hábiles del Eurosistema para operaciones de provisión de liquidez intradía, operaciones temporales y transacciones a vencimiento. Cuando se quiera realizar una operación de política monetaria utilizando este mecanismo hay que avisar al banco central local antes de las 16.00 hr y depositar los activos en el banco central corresponsal antes de las 16.45 hr⁸⁸.

⁸⁸ Sólo se aceptan activos fuera de estos horarios cuando las operaciones de crédito se vayan a realizar el día hábil siguiente.

De forma complementaria a este modelo, también se pueden utilizar los activos de garantía de modo transfronterizo a través de los enlaces admitidos entre los servicios de liquidación de valores (SLV) de la UE para el uso transfronterizo de valores, ya que de esta forma la existencia de un enlace entre dos servicios de liquidación permite al participante en uno de ellos mantener activos en el otro sin tener que participar directamente en él. En el Cuadro 5.3. se puede observar el funcionamiento de este sistema.

Cuadro 5.3. Enlaces entre sistemas de liquidación de valores



*Una cuenta ómnibus es una cuenta de valores abierta por los SLV entre sí.

Fuente: BCE (2000): "La política monetaria única en la tercera fase: documentación general sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema", noviembre; p. 51.

Ambos sistemas permiten que las entidades de contrapartida utilicen los activos de garantía de forma transfronteriza, pero lo hacen de diferente forma. A través del MCBC la relación se establece entre los bancos centrales y sólo para realizar operaciones de política monetaria, mientras que a través de enlaces, la relación se establece entre los SLV y los activos pueden utilizarse no sólo para operaciones de política monetaria sino para cualquier otra finalidad que considere la entidad de contrapartida.

5.3. LOS PROCEDIMIENTOS DEL EUROSISTEMA

El marco operativo de la política monetaria única, además de definir los instrumentos de política monetaria utilizados y los requerimientos en cuanto a entidades y garantías necesarios para ello, también recoge los distintos procedimientos a través de los cuales se lleva a cabo la instrumentación de aquella por parte del Eurosistema. Estos procedimientos son básicamente dos: de subastas y bilaterales, utilizados desde el momento en que el SEBC decide realizar una operación de política monetaria y lo anuncia hasta que ésta se adjudica. De forma adicional también hay que tener en cuenta los procedimientos de liquidación de estas operaciones. Analizaremos detenidamente todos ellos.

5.3.1. LOS PROCEDIMIENTOS DE SUBASTA

Los procedimientos de subasta son los utilizados, por lo general, en las operaciones de mercado abierto. Se desarrollan a lo largo de seis fases⁸⁹:

1. Anuncio de la subasta, que a su vez se desarrolla en dos subfases, el anuncio por parte del BCE a través de los servicios electrónicos de información, y el anuncio por parte de los BCNs igualmente a través de los servicios electrónicos de información o directamente a las entidades concretas que hayan sido seleccionadas para participar.
2. Preparación y presentación de las pujas por las entidades que vayan a participar.
3. Recopilación de pujas por el Eurosistema.
4. Adjudicación y anuncio de los resultados, de forma que el BCE primero decide sobre la adjudicación y después lo anuncia públicamente.

⁸⁹ Vid. BCE (2000): *“La política monetaria ... documentación general ...”*; op. cit.; p. 26.

5. Notificación de los resultados individuales de la adjudicación.
6. Liquidación de la operación⁹⁰.

Se distinguen dos tipos de subastas, estándar y rápida, cuyas diferencias básicas se refieren al período de tiempo que transcurre entre el anuncio y la adjudicación y al número de entidades de contrapartida participantes, así como al riesgo de las mismas⁹¹.

En el caso de la subasta estándar u ordinaria, el período que transcurre entre la primera y la quinta fase es de 24 horas, siendo dos horas el período comprendido entre la hora límite para el envío de pujas y la notificación del resultado de la adjudicación. Por su parte, en las subastas rápidas sólo transcurre una hora entre el anuncio y notificación de la adjudicación.

Las subastas estándar se utilizan en las operaciones principales de financiación, operaciones de financiación a más largo plazo y operaciones estructurales, pudiendo participar en ellas todas las entidades que cumplan los criterios generales de selección. Las dos primeras se realizan según un calendario previamente definido, contratándose por lo general las operaciones principales de financiación cada martes y las operaciones financiación a más largo plazo los primeros miércoles de cada período de mantenimiento de reservas. Las operaciones estructurales, por su parte, no se ajustan a ningún calendario previamente establecido pero sí se ejecutan y liquidan sólo los días que son hábiles para todos los BCNs, es decir, los días en que todos están abiertos para realizar operaciones de política monetaria.

⁹⁰ Esta última fase será analizada de forma individual al detenernos en los distintos procedimientos de liquidación.

⁹¹ Vid. ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2000): “*La política monetaria en el área euro*”. Biblioteca de Economía y Finanzas, nº 6; pp. 52-53.

Respecto a las subastas rápidas, se utilizan para llevar a cabo operaciones de ajuste, sin que exista un calendario previamente establecido, pudiendo participar en ellas sólo las entidades de contrapartida seleccionadas por el Eurosistema. Estas operaciones, sin embargo, no exigen realizarse en días hábiles para todos los BCNs, sino que se pueden realizar cualquier día hábil del Eurosistema⁹², pudiendo participar, por tanto, sólo los BCN en los que los días de contratación, liquidación y reembolso sean hábiles⁹³.

Por otra parte, las subastas también pueden realizarse a tipo de interés fijo o a tipo de interés variable. En las primeras, también llamadas subastas de volumen, el tipo de interés está fijado previamente y son las entidades participantes las que deciden el volumen de liquidez que desean a dicho tipo de interés. En las segundas, llamadas subastas de tipo de interés, las entidades presentan pujas por el volumen de liquidez y los tipos de interés a los que se desea hacer dicha operación⁹⁴. En ambos casos, las peticiones se presentan ante los BCNs donde las entidades estén establecidas.

Detengámonos ahora en el análisis de las fases en el procedimiento de la subasta. Como ya hemos dicho, la primera de ellas es el anuncio de la misma.

Las subastas estándar se anuncian públicamente a través de los servicios electrónicos de información, primero por el BCE y después por los BCNs. Estos últimos también lo pueden anunciar directamente a las entidades que no pueden acceder a estos servicios.

⁹² A estos efectos, se consideran días hábiles del Eurosistema aquéllos en los que el BCE o cualquier BCN esté abierto a fin de realizar operaciones de política monetaria.

⁹³ Vid. BCE (2000): “*La política monetaria ... documentación general ...*”; op. cit.; p. 28.

⁹⁴ En las operaciones de swaps de divisas, lo que se fija en el caso de subastas a tipo de interés fijo son los puntos swap de la operación, determinando la entidad la cantidad de divisa base que desea negociar a esos tipos, mientras que en las subastas a tipo de interés variable las entidades determinan además de la cantidad de divisa base, los puntos swap a los que se desea realizar la operación.

Aunque no está especificado, el Eurosistema puede si así lo considera oportuno para reforzar la transparencia en sus operaciones de política monetaria, anunciar públicamente y con antelación las subastas rápidas. En cualquier caso el procedimiento seguido es el mismo que en las subastas estándar u ordinarias, existiendo la obligación además de comunicarse directamente con las entidades que han sido seleccionadas para participar en dicha subasta rápida.

Al anunciar la subasta se deben señalar los siguientes aspectos⁹⁵: el número de referencia y fecha de la subasta, el tipo de operación y su vencimiento, así como el tipo de instrumento que se va a utilizar, el tipo de subasta, el método de adjudicación, el volumen de fondos previsto, el tipo de interés, precio o puntos swap fijos si la subasta es a tipo de interés fijo o mínimos o máximos si es a tipo variable, la fecha de inicio y vencimiento de la operación o fecha de valor y vencimiento del instrumento, las divisas que vayan a utilizarse como base, el tipo de cambio al contado de referencia, el límite máximo de puja y el volumen mínimo de adjudicación si lo hay, el horario para la presentación de las pujas, y el valor nominal de los certificados en su caso y el código ISIN de la emisión, o código internacional de los valores emitidos en los mercados financieros, en el caso de utilizar certificados de deuda.

En cuanto a la segunda fase del procedimiento de la subasta, es decir la preparación y presentación de las pujas por las entidades, las entidades de contrapartida que quieran participar en una subasta anunciada deberán preparar sus pujas teniendo en cuenta las características del anuncio y adecuándose al modelo facilitado para cada operación por parte de los BCN.

Si la subasta es a tipo de interés fijo, las pujas deben contener el volumen de fondos con el cual se desea participar en la operación, y si es a tipo de interés variable,

⁹⁵ Vid. BCE (2000): “*La política monetaria ... documentación general ...*”; op. cit.; p. 29.

deben contener además el tipo de interés al que desean participar en la operación⁹⁶. En las subastas a tipo de interés variable se pueden presentar pujas de hasta diez niveles distintos de tipo de interés, precio o puntos swap⁹⁷.

Una vez preparadas las pujas, éstas se deben presentar antes de la hora límite establecida para ello en el BCN del Estado miembro donde esté situado dicho establecimiento, pudiendo presentar pujas sólo un establecimiento en cada Estado miembro. Las pujas son revocables hasta la hora límite de presentación. El BCE descartará todas las pujas presentadas después de la hora límite y aquéllas cuyo volumen exceda el límite máximo establecido por el BCE. A su vez, los BCNs descartan las pujas cuyo volumen sea inferior a la cantidad mínima exigida o cuyo tipo de interés, precio o punto swap sea inferior o superior que el tipo de interés, precio o punto swap mínimo o máximo aceptado. Igualmente también se descartarán las pujas que estén incompletas o no se ajusten al modelo facilitado para cada operación. Al descartar una puja los BCN tienen la obligación de comunicarlo a la entidad afectada antes de la adjudicación de la subasta.

La tercera fase del procedimiento de las subastas, como ya dijimos, consiste en la recopilación de las pujas y la adjudicación de la subasta. En ella, los BCNs recopilan todas las pujas recibidas para cada operación y las trasladan al BCE, encargado de la adjudicación. Ésta, a su vez, depende de si la subasta es a tipo de interés fijo o a tipo de interés variable.

⁹⁶ En las operaciones principales de financiación, estructurales y de ajuste, las pujas se expresan en múltiplos de cien mil euros con un mínimo de un millón y en las operaciones de financiación a más largo plazo, en múltiplos de diez mil euros siendo la puja mínima definida por cada BCN de entre diez mil y un millón de euros.

⁹⁷ Éstos siempre se expresarán como múltiplos de 0,01 puntos porcentuales o puntos swaps.

Si la subasta es a tipo de interés fijo, se suman todas las pujas presentadas por las distintas entidades. Si la demanda es mayor que la oferta se realiza un prorrateo entre las peticiones en función de la relación entre la cantidad que se va a adjudicar y el volumen total solicitado, determinando el porcentaje de adjudicación. No obstante, el BCE también puede determinar adjudicar una cantidad mínima a cada entidad participante.

Si la subasta es a tipo de interés variable y la operación es de inyección de liquidez, las peticiones se ordenan de mayor a menor tipo de interés ofrecido, adjudicándose primero las que tengan los tipos de interés más elevados y sucesivamente las de tipos de interés inferiores, hasta agotar la liquidez total que se quiere adjudicar. Si al tipo de interés más bajo aceptado, llamado tipo de interés marginal, la demanda es mayor a la oferta, se realiza un prorrateo en función de la liquidez pendiente de adjudicar y la cantidad solicitada a ese tipo de interés.

Si la operación es de absorción de liquidez, las pujas se ordenan de menor a mayor tipo de interés, adjudicándose primero las que tienen tipos de interés más bajos y sucesivamente las siguientes hasta agotar el volumen previsto. Si al tipo de interés más alto aceptado la demanda es mayor a la oferta, se realiza de nuevo un prorrateo entre las peticiones ofrecidas a ese precio.

En el caso de las subastas a tipo de interés variable de swaps de divisas para inyectar liquidez, las pujas se clasifican en orden creciente, de menor a mayor cifra de puntos swap, cubriéndose primero las más bajas y sucesivamente las restantes hasta agotar el volumen total de divisa base que se quiere adjudicar. Si la subasta se realiza para absorber liquidez, las peticiones se clasifican de mayor a menor puntos swap ofertados, cubriéndose inicialmente las de puntos swap más altos y sucesivamente las restantes. Respectivamente si al punto swap más alto aceptado en el caso de inyección de liquidez o al punto swap más bajo en el caso de absorción, la demanda supera a la oferta se realiza un prorrateo.

Por último, señalar que la subasta a tipo de interés variable se puede adjudicar por dos procedimientos distintos: a tipo de interés único, conocido como *subasta holandesa* en la que el tipo de interés, precio o punto swap de adjudicación aplicado a todas las pujas cubiertas es igual al tipo de interés, precio o punto swap marginal, o a tipo de interés múltiple, llamado *subasta americana*, en la que el tipo de interés, precio o punto swap de adjudicación aplicado es igual al tipo de interés, precio o punto swap contenido en su puja⁹⁸.

Finalmente, el procedimiento de subasta acaba con una última fase consistente en el anuncio de los resultados y la notificación individual a las entidades participantes.

Una vez decidida la adjudicación de la subasta, el BCE procede al anuncio público de los resultados de la misma a través de sus servicios electrónicos de información. Al mismo tiempo, los BCNs notifican estos resultados directamente a las entidades de contrapartida que no tengan acceso a dichos servicios y a cada una de las entidades que hayan participado con éxito en la subasta.

En el anuncio de la adjudicación se incluyen los siguientes datos⁹⁹: número de referencia y fecha de la subasta, tipo y vencimiento de la operación, importe total solicitado, número de entidades de contrapartida participantes, divisas utilizadas y tipo de cambio al contado si procede, volumen total adjudicado, porcentaje de adjudicación en las subastas a tipo de interés fijo, nivel marginal de tipo de interés, precio o punto swap y porcentaje de adjudicación a dicho nivel en las subastas a tipo de interés variable, tipo mínimo y máximo de puja y medio ponderado del total adjudicado, fecha de inicio y vencimiento de la operación o valor y vencimiento del instrumento,

⁹⁸ El procedimiento de adjudicación a tipo múltiple es el más utilizado. Véase ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2000): “*La política monetaria ...*”; op. cit.; p. 52.

⁹⁹ Vid. BCE (2000): “*La política monetaria ... documentación general ...*”; op. cit.; p. 34.

volúmenes y porcentajes mínimos de adjudicación por entidad si lo hubiere, valor nominal de los certificados y código ISIN de la emisión¹⁰⁰.

5.3.2. PROCEDIMIENTOS BILATERALES

Las operaciones estructurales y de ajuste, como ya expusimos al comentar las operaciones de mercado abierto, se pueden realizar también directamente mediante procedimientos bilaterales entre los BCNs y las entidades de contrapartida seleccionadas para ello¹⁰¹. Como excepción, si así lo decide su Consejo de Gobierno, el BCE también puede participar en estos procedimientos para llevar a cabo operaciones de ajuste.

Los procedimientos bilaterales se definen como todo mecanismo por el cual el Eurosistema realiza una transacción con una o varias entidades de contrapartida sin que medie una subasta¹⁰², distinguiendo entre las operaciones en las que el Eurosistema negocia directamente con las entidades y las operaciones ejecutadas con agentes del mercado en las bolsas de valores¹⁰³.

En el primer caso, los BCNs se ponen en contacto directamente con una o varias entidades nacionales seleccionadas previamente y deciden realizar las operaciones con ellas en función de las instrucciones recibidas del BCE. Las operaciones se liquidan a través de los BCNs¹⁰⁴. Como se ha señalado previamente, el BCE también puede contactar directamente con las entidades y decidir realizar con ellas la operación, siendo

¹⁰⁰ Como se ha señalado anteriormente, el código ISIN de la emisión corresponde al código internacional de los valores emitidos en los mercados financieros, en el caso de utilizar certificados de deuda.

¹⁰¹ Vid. BINDSEIL, U. (2000): "The liquidity management of the European Central Bank", *Euro*, nº 50; pp. 33-41.

¹⁰² Vid. GÁMEZ, S. y MELÉNDEZ, B. (1999): "Sistema Europeo de Bancos Centrales. Nuevos instrumentos de Política Monetaria", *Banca y Finanzas*, nº 43, abril; pp. 7-10.

¹⁰³ Vid. BCE (2000): "*La política monetaria ... documentación general ...*"; op. cit.; pp. 34-35.

¹⁰⁴ Vid. ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2000): "*La política monetaria ...*"; op. cit.; p. 55.

realizada la liquidación igualmente por los BCNs. Este tipo de procedimiento se utiliza en operaciones temporales, simples, swaps de divisas y depósitos a plazo fijo.

Respecto a la posibilidad de realizar estas operaciones con agentes del mercado y en las bolsas de valores, hay que señalar que sólo es aplicable a operaciones simples de ajuste. No existe limitación en las entidades de contrapartida que pueden participar, adaptándose el procedimiento a las normas vigentes en los mercados de valores de renta fija negociados. Son ejecutadas por los BCNs e igualmente de modo excepcional por el BCE.

Los procedimientos bilaterales no se anuncian previamente, pudiendo además optar el BCE por no hacer públicos los resultados de la operación. Por otra parte, estas operaciones se pueden realizar cualquier día hábil del Eurosistema, pudiendo participar sólo los BCNs en los que las fechas de contratación, liquidación y reembolso sean días hábiles¹⁰⁵.

5.3.3. PROCEDIMIENTOS DE LIQUIDACIÓN

La última fase concerniente a las operaciones de política monetaria del Eurosistema se refiere a la liquidación, es decir, cuando la operación se hace realmente efectiva. Para poderse realizar dicha liquidación es necesario que las entidades hayan transferido a los BCNs correspondientes los activos que garantizan la operación¹⁰⁶.

Esta transferencia se puede realizar depositando dichos activos en una cuenta de custodia en los BCNs, o en cuentas de liquidación de valores de las entidades, que se interrelacionan con los SLV definidos por el BCE, o en caso de no disponer de ninguna

¹⁰⁵ Como excepción, y como ya dijimos, las operaciones simples con fines estructurales deben realizarse en días hábiles para el BCE y todos los BCNs.

¹⁰⁶ Vid. GÁMEZ, S. y MELÉNDEZ, B (1999): “Sistema Europeo ...”; op. cit.; pp. 7-10.

de estas cuentas, liquidando las operaciones a través de la cuenta de liquidación de valores o de la cuenta de custodia de una entidad de crédito corresponsal. Igualmente, también se puede liquidar directamente la operación mediante el sistema de entrega contra pago intradía.

Una vez transferidos los activos de garantía, se realiza la liquidación resultante de las operaciones de mercado abierto y facilidades permanentes, en forma de movimientos de efectivo en las cuentas que las entidades de contrapartida mantienen en los BCNs.

Las operaciones realizadas mediante subastas estándar se liquidan el día siguiente a la fecha de contratación en que todos los SLBTR y SLV nacionales estén operativos¹⁰⁷. Las operaciones realizadas mediante subastas rápidas y procedimientos bilaterales se tratan de liquidar en la fecha de contratación, aunque por dificultades operativas se pueden liquidar posteriormente.

En relación con el horario para realizar los pagos, el sistema Target, que analizaremos detenidamente en un próximo apartado, cierra a las 18.00 hr, hora del BCE¹⁰⁸, no aceptándose después de esta hora más órdenes de pago en los BCNs, pero sí procesando las aceptadas antes de la hora, que todavía estén pendientes.

En el caso de las solicitudes de acceso a las facilidades marginales de crédito y depósito, las primeras se aceptan hasta las 18.00 hr y las segundas hasta las 18.30 hr. Cualquier desfase negativo en la liquidación de una contraparte al cierre del día, se

¹⁰⁷ El BCE, por principio, persigue realizar la liquidación al mismo tiempo en todos los Estados y con todas las entidades, pero en ocasiones por dificultades operativas esto puede no ocurrir, variando la hora del día en el que la liquidación se lleva a cabo.

¹⁰⁸ Se considera “hora del BCE” la hora de la plaza en la que está situado el mismo, es decir la hora de Francfort.

considera de forma automática como una solicitud de acceso a la facilidad marginal de crédito.

5.4. LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA EN LA PRÁCTICA

5.4.1. EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

Durante el año 1999, el BCE realizó 52 operaciones principales de financiación (OPF), todas mediante subasta a tipo fijo según el calendario establecido previamente para ello. Desde la primera OPF y hasta la celebrada el día 14 de abril, el tipo de interés fue del 3%¹⁰⁹, siendo desde ese momento y durante la mayor parte del año del 2,5%.

El BCE decidió reducir el tipo de interés de las OPF en la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el día 8 de abril de 1999, con efectos a partir de la operación del día 14. Las razones que justificaron esta decisión se apoyaron en la evaluación de todos los indicadores relevantes, así como del comportamiento de las variables monetarias y financieras que indicaban la existencia de estabilidad en los precios a medio plazo. El IAPC se situaba de forma significativa por debajo del 2%. La única variable cuyo crecimiento se estaba acelerando por encima del valor de referencia de modo importante era el agregado monetario M₃, que se situaba en tasas próximas al 5,5%, aunque en este momento el Consejo de Gobierno pensó que sería un comportamiento transitorio, y que por lo tanto no implicaba riesgos para el objetivo a medio plazo. Se entendía también que los bajos tipos de interés¹¹⁰ contribuirían a restablecer la confianza en la economía del área, eliminando la incertidumbre que había supuesto tanto el paso a la tercera etapa,

¹⁰⁹ Los tipos de interés aplicables a los instrumentos de política monetaria del BCE al inicio de la tercera fase se anunciaron oficialmente el 22 de diciembre de 1998. Previamente a esta decisión, los BCNs de los Estados que accedieron a la tercera fase, habían reducido de forma coordinada los tipos de interés aplicables por cada uno de ellos en aras de conseguir la convergencia total en tipos de interés. Véase BCE (2000): *"Informe Anual 1999"*. Francfort, p. 8.

¹¹⁰ Los tipos de interés a corto y largo plazo ya eran históricamente bajos antes de la decisión del Consejo de Gobierno de reducirlos al 2,5%.

como los signos de ralentización del crecimiento económico del área en los primeros meses de 1999¹¹¹.

A lo largo del año, sin embargo, los riesgos a la baja fueron dando lugar a riesgos al alza. El crecimiento de M₃, tanto en su dato mensual como en la media trimestral centrada, que es el dato que se tiene más en cuenta, se aceleraron rápidamente, alcanzando tasas en torno al 6%, un punto y medio por encima del valor de referencia. Junto a esta situación la economía de la zona euro empezó a recuperarse progresivamente, lo cual se observó tanto a través del aumento de la confianza empresarial, como de los aumentos de producción o el aumento del rendimiento de los bonos. No obstante, también se observaba el riesgo que la situación podría generar sobre el objetivo de la estabilidad de los precios, unido además al crecimiento que se estaba produciendo en los precios del petróleo y a la depreciación que empezaba a sufrir el euro. Por estas razones, el Consejo de Gobierno del BCE decidió en su reunión del día 4 de noviembre de 1999 subir los tipos de interés de las OPF 50 puntos básicos, hasta el 3%¹¹², tipo que se aplicaría a partir de la operación celebrada el día 10 de noviembre.

Se confiaba en que las medidas restrictivas adoptadas impedirían las presiones sobre los precios de los factores previamente comentados, manteniendo las expectativas futuras de aumentos de los precios por debajo del 2%, al eliminar cualquier incertidumbre que pudiese existir en aquel momento. Se consideraba igualmente que era una medida oportuna, que evitaría adoptar decisiones más rigurosas posteriormente, y al mismo tiempo sería útil, ya que frenaría cualquier exceso de volatilidad en los mercados monetarios durante la transición al año 2000¹¹³.

¹¹¹ Vid. BCE (1999): “*Boletín Mensual*”, abril; pp. 5-7.

¹¹² Vid. BCE (2000): “*Informe anual 1999*”; op. cit.; p. 10.

¹¹³ *Ibíd.*, p. 11.

Las primeras OPF realizadas en el año 2000 fueron al tipo de interés vigente a finales de 1999, el 3%. El 3 de febrero el Consejo de Gobierno decidió aumentar éste en 0,25 puntos porcentuales hasta el 3,25%, efectivo a partir de la operación liquidada el 9 de febrero. Esta medida fue tomada ante la observación de los dos pilares de su estrategia de política monetaria, que mostraba la existencia de riesgos para la estabilidad de precios, tanto por el excesivo crecimiento de M_3 como por el crecimiento elevado de algunos precios y costes, debidos tanto al aumento de precios energéticos y precios industriales como a la depreciación del euro¹¹⁴.

El 16 de marzo y el 27 de abril el Consejo de Gobierno volvió a aumentar 0,25 puntos porcentuales cada vez los tipos de interés del área hasta situarlos, primero en el 3,5% y después en el 3,75%. En ambos casos, aunque los dos pilares fueron considerados relevantes al tomar la decisión, el riesgo para la estabilidad de precios se había acentuado en mayor medida por la existencia de abundante liquidez. El crecimiento de M_3 en marzo y abril se acercó al 6,5%, dos puntos porcentuales por encima del valor de referencia, indicando la existencia de riesgos para el objetivo de estabilidad a medio plazo¹¹⁵. Además, en abril el euro siguió depreciándose fuertemente frente al dólar en un contexto de rápida expansión económica, lo que también podría perjudicar al objetivo a medio plazo¹¹⁶.

No obstante, a pesar de estas subidas continuadas a lo largo del año, el Consejo de Gobierno en su reunión del 8 de junio decidió adoptar una decisión más rigurosa y aumentar los tipos de interés del área medio punto porcentual. En este sentido, actuó con una perspectiva de futuro con el fin de contribuir al mantenimiento de condiciones que

¹¹⁴ Vid. BCE (2000): “*Boletín Mensual*”, febrero; pp. 5-6.

¹¹⁵ Vid. BCE (2000): “*Boletín Mensual*”, abril; pp. 5-7.

¹¹⁶ Vid. BCE (2000): “*Boletín Mensual*”, mayo; pp. 5-6.

favoreciesen una expansión económica duradera y sin inflación y por tanto evitar los riesgos observados a través de los dos pilares de la estrategia¹¹⁷.

El 3 de agosto el Consejo de Gobierno volvió a aumentar los tipos de interés de las OPF 0,25 puntos porcentuales hasta el 4,5% a partir de la operación del día 6 de septiembre. De nuevo, la decisión reflejaba la preocupación del BCE por los riesgos para la estabilidad de los precios, basado en la observación de los dos pilares. La tasa de crecimiento de M_3 , aunque había descendido a tasas próximas al 5,5% a lo largo del verano, seguía reflejando una elevada liquidez en el área. Igualmente, desde la decisión de junio, los precios del petróleo y la fuerte depreciación del euro mostraban la evidencia de riesgos para la consecución del objetivo a medio plazo¹¹⁸.

Ante la insuficiencia de esta medida, el BCE decidió el 5 de octubre aumentar de nuevo los tipos de interés 0,25 puntos porcentuales hasta situarlos en el 4,75%. A partir de este momento y hasta mayo de 2001, el BCE se mantuvo firme en su postura de mantener los tipos de interés oficiales elevados en un intento de frenar los riesgos existentes para la estabilidad de precios¹¹⁹. Durante este tiempo, y a pesar de dichos riesgos se observaba también cómo el comportamiento de los dos pilares de la estrategia era cada vez más favorable y compatible con la estabilidad de los precios. El crecimiento de M_3 se desaceleró progresivamente, situándose incluso en tasas muy próximas al 4,5%. Desde diciembre de 2000, el tipo de cambio del euro empezó a recuperarse y los precios energéticos comenzaron a reducirse. Por tanto, las condiciones en principio eran muy favorables para que el BCE pudiera bajar los tipos de interés en un futuro próximo. No obstante, dicha reducción no se produjo hasta el 10 de mayo, fecha en la que el Consejo de Gobierno redujo un cuarto de punto los tipos de interés de las operaciones

¹¹⁷ Vid. BCE (2000): “*Boletín Mensual*”, junio; pp. 5-7.

¹¹⁸ Vid. BCE (2000): “*Boletín Mensual*”, septiembre; pp. 5-6.

¹¹⁹ Vid. BCE (2001): “*Boletín Mensual*”, marzo; pp. 5-6.

principales de financiación hasta situarlos en el 4,5%, nivel en el que se mantuvieron hasta finales de agosto de 2001.

El día 30 de agosto el Consejo de Gobierno decidió reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en un cuarto de punto hasta situarlo en el 4,25%, con efectos a partir de la operación realizada el 5 de septiembre.

Comenzaban a surgir buenas perspectivas de evolución de los precios a medio plazo que demandarían nuevas reducciones en los tipos de interés, cuando el 11 de septiembre de 2001 los atentados terroristas ocurridos en los EE.UU. provocaron una situación de total incertidumbre y confusión, no sólo en la economía estadounidense sino también en el resto del mundo.

El Consejo de Gobierno, actuando de forma coordinada con el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal y con otros Bancos Centrales decidió reducir nuevamente el tipo de interés hasta el 3,75%, realizando además operaciones adicionales de inyección de liquidez para facilitar el funcionamiento del mercado monetario en esos momentos de incertidumbre. No obstante, dicha decisión se consideraba coherente con los análisis de los dos pilares de la estrategia de política monetaria, especialmente el segundo. Respecto al comportamiento de M_3 se observaba que se aceleraba rápidamente, en gran medida por una distorsión al alza motivada por las grandes tenencias de instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones por parte de no residentes, lo que no representaba por tanto la cantidad real de dinero en el área¹²⁰.

Los tipos de interés se mantuvieron en el 3,75% hasta el 8 de noviembre de 2001, decidiendo entonces el Consejo de Gobierno una reducción del tipo de interés en medio

¹²⁰ Vid. BCE (2001): “*Boletín Mensual*”, septiembre; pp. 5-6.

punto hasta el 3,25%, nivel en el que se han mantenido en los dos meses restantes del año 2001. Esta decisión de nuevo era consecuencia de la relajación observada en las presiones inflacionistas y la favorable información ofrecida por el segundo pilar. Seguían manifestándose las distorsiones en el comportamiento del agregado M_3 , que se situaba en un nivel muy elevado, pero aún así este hecho no se consideraba preocupante¹²¹.

Respecto a las facilidades permanentes, inicialmente debemos recordar que los tipos de interés de las mismas determinan una banda o pasillo dentro de la cual fluctúan los tipos de interés a corto del mercado. La fijación de dichos tipos de interés se produce al mismo tiempo que la fijación de los tipos de interés de las OPF. Inicialmente, dichos tipos de interés se situaron en el 4,5% para la facilidad de crédito y el 2% para la facilidad de depósito, aunque de forma transitoria entre el 4 y el 21 de enero de 1999 se estableció una banda más estrecha, con tipos de interés en el 3,25% y 2,75% respectivamente, con el objetivo de facilitar la adaptación de las entidades de crédito a la nueva situación¹²².

Desde el 22 de enero y hasta el 8 de abril los tipos de interés de las facilidades permanentes mantuvieron su mayor amplitud de 250 puntos básicos. El 8 de abril el Consejo de Gobierno del BCE, al mismo tiempo que decidió modificar el tipo de interés de las OPF, modificó los tipos de interés de las facilidades permanentes con efectos desde el día siguiente. El tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se redujo al 3,5% y el de la facilidad marginal de depósito al 1,5%, manteniendo una banda de 200 puntos básicos de diferencia.

¹²¹ Vid. BCE (2001): “*Boletín Mensual*”, diciembre; pp. 5-7.

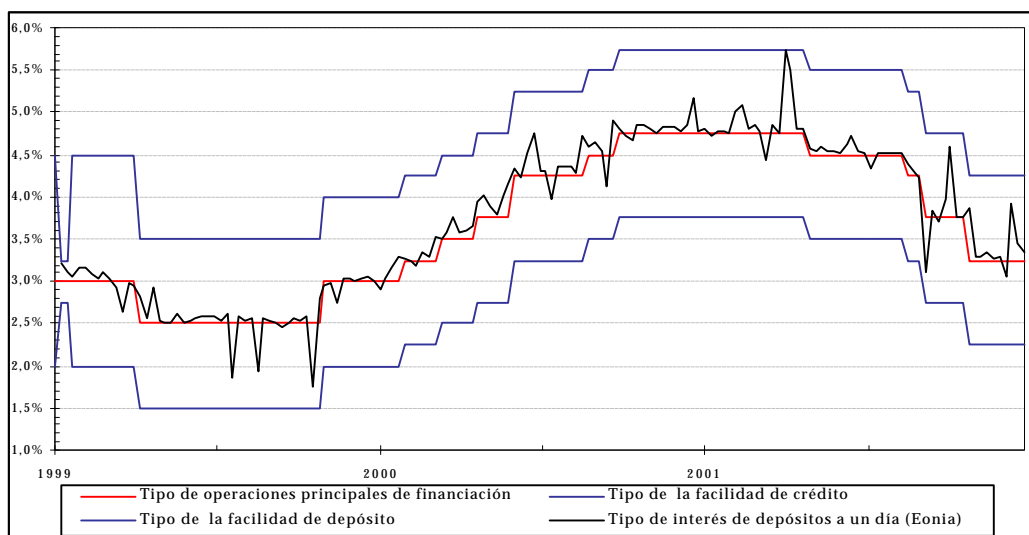
¹²² Vid. BCE (2000): “*Informe anual 1999*”; op. cit.; p. 54.

A lo largo del año 2000, el Consejo de Gobierno del BCE, al igual que ha elevado sucesivas veces los tipos de interés de las OPF, ha elevado también los tipos de interés de las facilidades permanentes, aunque siempre ha mantenido la banda de 200 puntos básicos de diferencia entre los tipos de interés de ambas facilidades. En las decisiones de los días 3 de febrero, 16 de marzo, 27 de abril, 31 de agosto y 5 de octubre los tipos de interés subieron 0,25 puntos porcentuales cada vez, mientras que en la reunión del 8 de junio la subida fue de medio punto porcentual. Conjuntamente estos movimientos situaron el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en el 5,75% y el de la facilidad marginal de depósito en el 3,75%. Desde este momento, los tipos de interés se mantuvieron estables hasta el 10 de mayo de 2001, momento en el que el BCE, al reducir los tipos de interés de las operaciones principales de financiación también redujo los tipos de interés de estas facilidades, situándolos en el 5,5% y el 3,5% respectivamente.

En la reunión del 30 de agosto de 2001 el Consejo de Gobierno decidió reducir los tipos de interés de estas facilidades, al 5,25% y 3,25% respectivamente, y de nuevo el 17 de septiembre y el 8 de noviembre se produjeron dos reducciones más, esta vez de medio punto porcentual cada una. Por tanto, los tipos de interés de las facilidades de crédito y depósito se situaban a finales del 2001 en el 4,25% y 2,25%, manteniendo una banda de 200 puntos básicos de diferencia.

La evolución de los tipos de interés oficiales del BCE a lo largo de todo este tiempo se puede observar en el Gráfico 5.1.

Gráfico 5.1. Evolución de los tipos de interés oficiales del BCE



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.ecb.int/stats/stats.htm>

5.4.2. EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

La evolución del volumen de liquidez solicitado por parte de las IFM depende principalmente del coste que suponga para las entidades obtener liquidez en el mercado interbancario, en lugar de pedirlo prestado al banco central. En concreto, está determinado por las expectativas existentes respecto a dicho coste en relación a los tipos de interés fijados por el BCE en sus operaciones de política monetaria¹²³. El BCE, no obstante, ha pretendido que dichas solicitudes se mantuviesen en cierto nivel de equilibrio, lo cual exige observar la evolución de los tipos de interés en el mercado monetario e intentar que los tipos de interés fijados por el BCE reflejen dicha evolución.

¹²³ Vid. VERGARA, P. (2000): “The Performance of the Operational Framework ...”; op. cit.; p. 5.

El tipo de interés de mercado en los plazos más cortos se debe situar ligeramente por encima del tipo de interés oficial, al incluir la prima derivada de un mayor riesgo de incertidumbre¹²⁴. En los plazos más largos dichos tipos se pueden alejar sustancialmente de los tipos de interés de intervención reflejando en mayor medida las expectativas futuras sobre la evolución de los tipos de interés¹²⁵.

En este sentido, a lo largo de 1999, se puede considerar que el tipo de interés del mercado interbancario a un día (EONIA¹²⁶) se mantuvo muy próximo al tipo de interés de las OPF, ligeramente 2,5 puntos básicos por encima de éste como se puede observar en el Gráfico 5.1. No obstante, hay que señalar cierta inestabilidad del mismo en los últimos días de los períodos de mantenimiento de reservas, ya que a pesar de que el promedio mensual ha permitido que las entidades ajustasen de forma bastante certera sus necesidades de liquidez, también es cierto que la mayor parte de las veces han esperado a dicho último día para eliminar su déficits o superávits de liquidez¹²⁷.

A lo largo de la primera mitad de 1999 los tipos de interés a todos los plazos se mantuvieron bastante estables en torno al tipo de interés de las OPF, reflejando igualmente la reducción del tipo de interés de abril. A partir de junio, los tipos de interés de los depósitos a 6 y 12 meses empezaron a reflejar las expectativas futuras de unos tipos de interés más altas. En los tipos de interés a corto estas expectativas sólo empezaron a aparecer a partir de octubre. Tras la subida del tipo de interés de las OPF en noviembre los tipos de interés del mercado monetario se estabilizaron de nuevo ahora en un nivel más alto, y se mantuvieron así al reducirse la preocupación de los mercados por

¹²⁴ Vid. BCE (1999): “El marco operativo ...”; op. cit.; p. 44.

¹²⁵ Vid. BCE (2000): “*Informe anual 1999*”; op. cit.; p. 52.

¹²⁶ El EONIA es una media ponderada del tipo de interés efectivo de todas las transacciones con vencimiento a un día en euros sin colateral. Es calculado por el BCE.

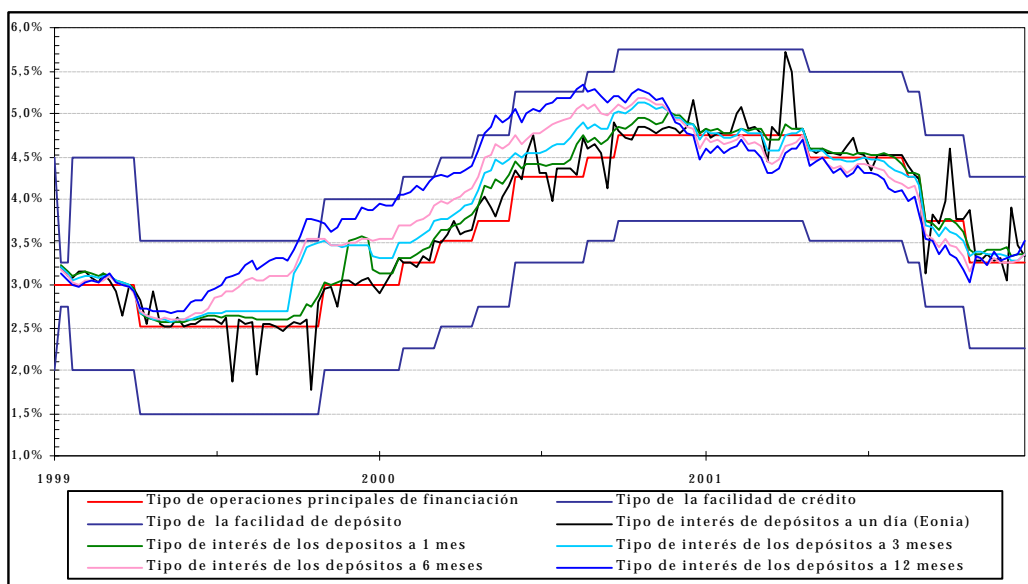
¹²⁷ *Ibidem*.

la transición al año 2000 como consecuencia de las medidas preventivas adoptadas por el BCE para garantizar la existencia de liquidez abundante ante el cambio al año 2000¹²⁸.

A lo largo del año 2000 los tipos de interés del mercado monetario han reflejado los continuos aumentos de los tipos de interés. Para los distintos plazos los tipos de interés se aceleraron hasta julio de 2000, comportándose en dicho mes de forma estable para a partir de entonces volver a aumentar, aunque en menor medida. Desde el mes de septiembre se observa que los tipos de interés del mercado monetario se estabilizaron de nuevo e incluso iniciaron una tendencia a la reducción, respaldando la existencia de unas expectativas de tipos de interés más bajos o por lo menos estables. En los tipos de interés a plazo mayor (12 meses), se observa en mayor medida la demanda por parte del mercado de unos tipos de interés más bajos en un plazo futuro.

La evolución conjunta de los tipos de interés del mercado monetario aparece en el Gráfico 5.2., donde igualmente podemos observar cómo dichos tipos en general se mantienen dentro de las bandas determinadas por los tipos de interés de las facilidades permanentes, que en definitiva es lo que se pretende.

¹²⁸ Vid. BCE (2000): “*Boletín Mensual*”, enero; p. 14.

Gráfico 5.2. Evolución de los tipos de interés del mercado monetario

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.ecb.int/stats/stats.htm>

Desde diciembre de 2000 los tipos de interés a todos los plazos se han situado en niveles muy próximos al tipo de interés oficial del 4,75%, 4,5% y 4,25% respectivamente, adelantando la reducción de tipos de interés que se produjo primero en mayo y después en agosto.

Evidentemente, la incertidumbre provocada por los atentados terroristas del 11 de septiembre se mostró de forma muy acusada en los mercados monetarios que demandaron rápidas bajadas de tipos, hasta estabilizarse en torno al tipo de interés del 3,75% tras la decisión del Consejo de Gobierno de noviembre de 2001.

El tipo de interés EONIA es el que a pesar de seguir claramente la evolución del tipo de interés oficial ha mostrado más inestabilidad, en gran medida en los días coincidentes con el último día del período de mantenimiento de reservas, al igual que ya ocurriera en 1999.

5.4.3. LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

5.4.3.1. Operaciones principales de financiación (OPF)

Como puede verse en el Anexo 2, durante el año 1999, el BCE realizó 52 OPF, todas ellas mediante subasta a tipo fijo según el calendario establecido previamente para ello. Inicialmente el tipo de interés fue del 3%, hasta abril en que se redujo al 2,5%, tipo que se mantuvo hasta noviembre como ya hemos señalado, en que volvió a aumentar hasta el 3% nuevamente.

El vencimiento medio de las OPF es de dos semanas, aunque en ocasiones ha variado en uno o dos días, por coincidir la fecha de liquidación o vencimiento en día festivo. De forma excepcional, las dos últimas OPF celebradas a finales de 1999, los días 23 y 30 de diciembre, ampliaron sus vencimientos a 21 y 20 días respectivamente con el fin de que éstos coincidiesen con los primeros días del año 2000, reduciendo así el riesgo en que podrían incurrir los participantes en los mercados financieros a finales de año¹²⁹.

Los volúmenes adjudicados oscilaron entre los 39 y 102 mm de euros. Los volúmenes solicitados oscilaron por su parte entre 67 y 2.344 mm de euros, con una media anual de 953 mm de euros. El porcentaje medio de adjudicación fue del 10,8%. La cuantía solicitada más baja fue liquidada el 7 de abril, en un entorno de expectativas favorables respecto a la disminución de los tipos de interés, que como hemos señalado se redujo al 2,5% al día siguiente de dicha operación; el porcentaje de adjudicación en dicha operación fue del 100%. La cuantía solicitada más alta tuvo lugar en la operación del 3 de noviembre, en la que por el contrario lo que existían eran expectativas de aumentos de los tipos de interés, como así se confirmó en la reunión del Consejo de

¹²⁹ Vid. BCE (2000): “*Boletín Mensual*”, enero; p. 14.

Gobierno del día 4, aumentando los tipos de interés al 3%. En este caso, el porcentaje de adjudicación fue el más bajo del año, sólo un 2,82%, es decir, se adjudicaron 66 mm de euros frente a los 2.344 solicitados.

Respecto a la evolución de los importes solicitados, se puede señalar que a lo largo del primer trimestre de 1999 las cantidades fueron aumentando lentamente hasta mediados de marzo, fecha en que las expectativas de reducción de los tipos de interés provocaron una disminución de dichas cuantías, las cuales volvieron a aumentar a partir de la primera operación celebrada después de la reducción de los tipos de interés de abril. Desde este momento, se mantuvieron bastante estables hasta junio, mes en el que comenzaron a aumentar progresivamente hasta la operación del 3 de noviembre, en la que la cantidad solicitada se hizo máxima. A partir de este momento, la incertidumbre asociada a la transición al año 2000 hizo que en las últimas OPF del año y en las primeras del 2000 las cuantías solicitadas fluctuasen mucho.

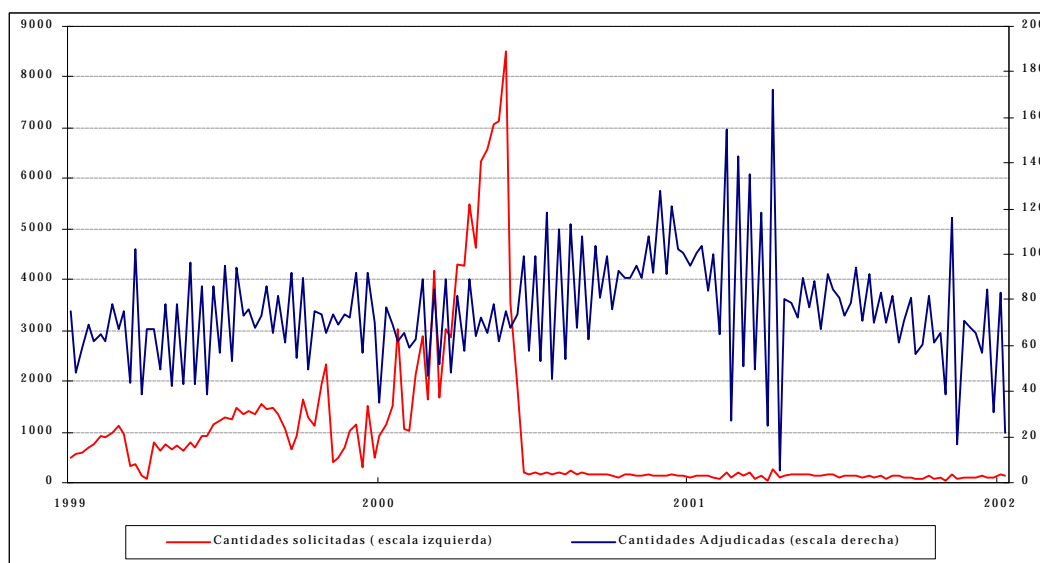
Durante el año 2000 se realizaron 51 OPF, todas ellas igualmente mediante subasta. Durante el primer semestre a tipo de interés fijo y a partir de la operación del día 28 de junio a tipo de interés variable con adjudicación a tipo de interés múltiple. Este cambio en el procedimiento de la subasta se produjo como consecuencia de los problemas que se habían venido observando en las subastas a tipo de interés fijo, principalmente en lo que se refiere al cumplimiento de la función de gestión de liquidez por parte de las operaciones de mercado abierto¹³⁰.

En las subastas realizadas hasta la fecha, las peticiones adjudicadas se habían mantenido bastante estables, mientras que las peticiones solicitadas por las entidades

¹³⁰ Recordemos que las operaciones de mercado abierto tienen tres funciones principales: controlar los tipos de interés, señalar la orientación de la política monetaria y gestionar la liquidez.

mostraban una tendencia creciente, como se observa en el Gráfico 5.3., generando gran inestabilidad en las tasas de prorrateo.

Gráfico 5.3. Volúmenes solicitados y adjudicados en las OPF (mm euros)



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.ecb.int/stats/stats.htm>

Esta situación se podría haber justificado si hubiesen existido tensiones crecientes en los mercados monetarios del área ante, por un lado el racionamiento crediticio del BCE y por otro el racionamiento del propio mercado. Pero, en la práctica, lo que ocurría era que las entidades al ser el tipo de interés fijo solicitaban volúmenes muy elevados por encima de sus necesidades reales (más de 100 veces la liquidez necesitada)¹³¹. A esta situación se le ha denominado sobrepuja o en inglés *overbidding*.

¹³¹ Vid. AYUSO, J. (2000): “Las operaciones principales de financiación del Eurosistema: las razones del cambio a un sistema de subasta a tipo variable”, *Boletín Económico*. Banco de España, junio; p. 4.

Los problemas generados por esta situación se derivan, por un lado, del riesgo que asumen las entidades al especular sobre cual será el grado de racionamiento del Eurosistema, ya que les pueden asignar la cantidad solicitada, siendo sus necesidades reales inferiores, y por otro, el riesgo de que el volumen de activos de garantía necesarios para cubrir la liquidez que se podría obtener sea insuficiente, aunque sí fuera suficiente para cubrir la liquidez realmente necesitada¹³². Además, en esta situación son más favorecidas las entidades que tienen una mayor cartera de activos, siendo este factor el que en última instancia determina la distribución de liquidez en el mercado.

Ante todos estos problemas se determinó que a partir de la operación del día 28 de junio de 2000 las OPF se realizarían mediante subastas a tipo de interés variable con adjudicación a tipo múltiple, más orientado al mercado. Las entidades junto al volumen de liquidez solicitado en las pujas deberían incluir también los tipos de interés que ofrecían para dicha liquidez¹³³. De esta forma se eliminaba la discriminación a favor de las entidades con mayor número de activos, ya que ahora el determinante de la distribución de liquidez sería el tipo de interés ofrecido. Además, al ser este tipo de interés el coste de obtener dicha financiación también existirían incentivos para solicitar más liquidez de la necesaria¹³⁴.

Este cambio en el sistema de subastas no pretendía ser un cambio en la orientación de la política monetaria, sino simplemente corregir algunos problemas que se habían venido observando. Por ello, se estableció también que con el fin de señalar

¹³² En este sentido, en algunas peticiones de liquidez realizadas hasta dicho cambio se ha calculado el número de activos que se necesitarían si se adjudicaba dicha liquidez, llegando a la conclusión de que no habría suficientes activos para ello entre todas las entidades del área. Véase AYUSO, J. (2000): “Las operaciones principales de ...”; op. cit.; p. 6.

¹³³ Vid BCE (2000): “Nota de prensa sobre los detalles técnicos de las nuevas subastas a tipo variable para las OPF”, disponible en <http://www.ecb.int/press/>

¹³⁴ Vid. AYUSO, J. (2000): “Las operaciones principales de ...”; op. cit.; pp. 6-7.

el tono de la política monetaria el BCE fijaría los tipos de interés de estas OPF como tipos mínimos¹³⁵, por debajo de los cuales no se admitiría ninguna puja¹³⁶.

El vencimiento medio de las OPF fue de dos semanas en la mayoría de las operaciones, aunque en algunas y por cuestiones del calendario de días festivos fue de 13 o 15 días. Los volúmenes adjudicados oscilaron entre 35 y 128 mm de euros, los días 12 de enero y 6 de diciembre respectivamente, con una media anual de 79,9 mm de euros. El porcentaje medio de adjudicación fue del 33, 48% frente al 10,8% del año anterior.

El volumen solicitado medio para el año 2000 fue de 1.786 mm de euros, oscilando entre 8.491 mm de euros en la operación adjudicada el día 7 de junio y 107 mm de euros en la operación del día 18 de octubre. La cuantía solicitada más alta del día 7 de junio reflejaba fuertemente la percepción de los mercados de aumentos de los tipos de interés en la reunión del Consejo de Gobierno del día siguiente, tal y como así fue. Igualmente el elevado número de peticiones también reflejaba que la subida podía ser mayor a lo habitual, es decir de medio punto, lo que también se confirmó. El porcentaje de adjudicación en dicha operación fue de tan sólo un 1,92%.

Respecto a la evolución de los importes solicitados durante los dos primeros trimestres de 2000, éstos fluctuaron mucho, aumentando en las vísperas de las decisiones de aumentos de los tipos de interés por parte del Consejo de Gobierno, reflejando por tanto las expectativas de los mercados respecto a dichos aumentos. El

¹³⁵ Vid. BCE (2000): “Cambio al procedimiento de subasta a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación”, *Boletín Mensual*, julio; p. 38.

¹³⁶ El anuncio de la subasta incluiría además del tipo de interés mínimo, una indicación de las necesidades de liquidez esperadas del sistema bancario, referida a la media del período que comienza el día del anuncio de la operación hasta el día antes de la liquidación de la operación siguiente. Véase BCE (2000): “*Nota de prensa sobre los detalles ...*”; op. cit.. Para un análisis más detallado de cómo se realizan dichas estimaciones de las necesidades de liquidez véase también BCE (2000): “Cambio al procedimiento...”; op. cit.; pp. 38-41.

mayor de todos se produjo, sin embargo, en la operación del 7 de junio, previo al aumento de los tipos de interés medio punto y a partir de este momento las cuantías solicitadas disminuyeron progresivamente, alcanzando durante el segundo semestre una cierta estabilidad en los mismos, entre 100 y 200 mm de euros.

A lo largo del año 2001 el BCE realizó 52 OPF, igualmente mediante subasta a tipo de interés variable. Los tipos de interés mínimos establecidos para las subastas se redujeron varias veces a lo largo del año desde el 4,75% hasta situarse en las últimas operaciones del año en el 3,25%. El vencimiento medio de las subastas fue de dos semanas, aunque en algunas ocasiones fueron de 11, 12, 15 ó 16 días, por motivos del calendario de días festivos.

Los volúmenes adjudicados oscilaron entre 5 y 172 mm de euros, siendo el porcentaje de adjudicación de un 67%, muy superior al registrado en los dos años anteriores. La cantidad media adjudicada fue de 79 mm de euros. Por su parte, los volúmenes solicitados oscilaron entre 24 mm de euros el 11 de abril y 258 mm de euros el 19 de abril. En la operación del 11 de abril se esperaba una reducción del tipo de interés por parte del Consejo de Gobierno que no se confirmó, por lo que las necesidades de liquidez que se habían pospuesto a la espera de obtenerlas a menor coste tuvieron que materializarse en la siguiente OPF, que tuvo lugar el 19 de abril. Esto mismo ocurrió en las operaciones de los días 14 de febrero y 10 de octubre, en que se esperaban bajadas de tipos que no se produjeron. En estas tres operaciones los porcentajes de adjudicación fueron del 100%.

El porcentaje mínimo de adjudicación se alcanzó el 25 de abril y fue del 6%, ya que sólo se adjudicaron 5 mm de euros de los 83 mm solicitados. Esta situación de inestabilidad en la liquidez solicitada y adjudicada obligó al BCE a realizar una operación temporal adicional el 30 de abril, no programada en el calendario, con

vencimiento a una semana en la que se inyectaron 73 mm de euros¹³⁷. Desde entonces la situación se mantuvo más estable a excepción de las operaciones inmediatamente posteriores al 11 de septiembre, recuperando posteriormente la estabilidad. Las cantidades solicitadas en las últimas operaciones del año 2001 han sido elevadas para garantizar las necesidades de liquidez ante la introducción del euro.

La utilización desde junio de 2000 de las subastas a tipo de interés variable nos obliga también a fijarnos también en el comportamiento de los tipos de interés marginales y medio ponderado. Los tipos de interés marginales se han situado ligeramente por encima de los tipos de interés mínimos fijados por el BCE, acelerándose o frenándose fuertemente en ciertos momentos como reflejo de las expectativas de aumentos o reducciones de tipos de interés por parte del mercado. Cuando se han confirmado dichos aumentos, los tipos de interés marginales se han vuelto a aproximar a los tipos de interés mínimos, existiendo una diferencia en general de uno o dos puntos básicos. Los tipos de interés medios ponderados han mantenido a lo largo de todo el período analizado una diferencia estable respecto al tipo de interés marginal de entre dos y tres puntos básicos.

5.4.3.2. Operaciones de financiación a largo plazo (OFLP)

Respecto a las OFLP el BCE realizó 14 operaciones a lo largo de 1999 mediante subastas a tipo de interés variable, en las que el importe a adjudicar se anunciaba previamente por el BCE. En las once primeras se adjudicaron 15 mm de euros en cada una de ellas, mientras que en las tres últimas se adjudicaron 25 mm de euros con el fin de que no hubiese problemas de liquidez durante la transición al año 2000. Los volúmenes solicitados, por su parte, oscilaron entre 91 mm de euros en la operación del 23 de diciembre y 39 mm de euros en la realizada el 14 de febrero con vencimiento a los

¹³⁷ Vid. BCE (2001): “*Boletín Mensual*”, junio; pp. 24-26.

70 días. El número medio de entidades participantes fue de 316. Estas operaciones se recogen en el Anexo 3.

El vencimiento de estas operaciones, en general, es de 90 días, aunque en 1999 diversas circunstancias generaron cambios en el mismo. Inicialmente y ante la puesta en marcha de las operaciones de política monetaria del BCE se decidió que para implantar el ritmo normal de las subastas sin retraso, de forma que existiese vencimiento en todos los meses¹³⁸, con carácter excepcional el 14 de enero se celebrarían tres OFLP con tres vencimientos distintos, a 42, 70 y 105 días. Por otro lado, ante la transición al año 2000, se determinó que la OFLP del 30 de septiembre adelantaría su vencimiento del 30 al 23 de diciembre.

Respecto a la instrumentación de la subasta, en las cuatro primeras OFLP, se realizaron mediante adjudicación a tipo único, es decir, subasta holandesa tal y como hemos analizado previamente, con el fin de facilitar al sistema bancario su adaptación a la operativa del Eurosistema¹³⁹; a partir de este momento se han realizado mediante subastas a tipo múltiple, es decir subasta americana. Se consideraba que después de cuatro OFLP las entidades de contrapartida deberían haberse acostumbrado ya suficientemente a este tipo de operaciones como para participar en una subasta a tipo de interés múltiple¹⁴⁰, las cuales estaban orientadas en mayor medida al comportamiento del mercado¹⁴¹.

Los tipos de interés marginales de adjudicación se comportaron siguiendo la tendencia del mercado, con mínimos del 2,53% en las operaciones del 29 de abril y del 27 de mayo, y tipos máximos del 3,19% en las operaciones del 28 de octubre y del

¹³⁸ Vid. BCE (1999): “*Boletín Mensual*”, febrero; p. 14.

¹³⁹ Vid. BCE (1999): “El marco operativo ...”; op. cit.; p. 39.

¹⁴⁰ Vid. BCE (1999): “*Boletín Mensual*”, abril; pp. 52-53.

¹⁴¹ Vid. BCE (2000): “*Informe anual 1999*”; op. cit.; pp. 52-53.

3,26% el 23 de diciembre. Los tipos de interés medios ponderados se situaron sólo un punto básico por encima de éstos, reflejando unas expectativas estables hasta la operación del 28 de octubre en que se situó 23 puntos básicos por encima, reflejando las expectativas de aumento de los tipos de interés y la variabilidad de las pujas ante la transición al año 2000. En las dos últimas operaciones del año esta diferencia se redujo principalmente como consecuencia de la subida de los tipos de interés, aunque todavía se mantuvo en 9 y 3 puntos básicos respectivamente.

En el año 2000 se celebraron 12 OFLP, todas ellas realizadas mediante subasta a tipo de interés variable. El importe adjudicado, anunciado previamente, fue de 20 mm de euros durante las seis primeras operaciones realizadas y se redujo a 15 mm de euros en las seis restantes. Ambas decisiones estuvieron motivadas por las previsiones de liquidez del sistema bancario realizadas para cada semestre, así como por el énfasis del BCE en tratar que el mayor grueso de la financiación del sistema sea proporcionado por las OPF.

Su vencimiento se mantuvo alrededor de los noventa días, tal y como se había especificado para estas operaciones. El número de entidades participantes fue en media anual de 272, reduciéndose por tanto respecto al año anterior. Los volúmenes solicitados oscilaron entre 87,05 mm de euros en la primera operación, el 27 de enero, y 15,8 mm de euros en la última, el 29 de diciembre.

La instrumentación de las subastas continuó desarrollándose a tipo múltiple. Los tipos marginales de adjudicación han seguido una tendencia ligeramente por encima de la marcada por el mercado, acelerándose significativamente en octubre y noviembre de 2000 con tipos de interés marginales del 5,06% y 5,03%. Los tipos de interés medios ponderados se han situado alrededor de dos puntos básicos por encima respecto al tipo de interés marginal, excepto en la última OFLP del año, el 29 de diciembre de 2000, en que dicha diferencia se amplió a 6 puntos básicos como consecuencia de los movimientos de liquidez a final de año. En dicha operación además el porcentaje de adjudicación se situó próximo al 100%.

El BCE realizó en el año 2001 12 OFLP. El importe adjudicado, anunciado previamente fue de 20 mm de euros en todas las operaciones para evitar que se produjese inestabilidad en la liquidez del área. Por problemas técnicos en la presentación de las pujas de una entidad, en la operación del día 29 de marzo, la cantidad adjudicada se redujo a 19,1 mm de euros¹⁴².

Los volúmenes solicitados oscilaron entre 28 mm de euros el 27 de septiembre y 49 mm de euros el 29 de octubre. El número medio de entidades participantes fue de 225 y el porcentaje medio de adjudicación se situó en el 50%. El vencimiento medio de estas operaciones fue de 91 días, aunque en las operaciones del 27 de septiembre y 25 de octubre se redujeron y ampliaron respectivamente al 21 de diciembre y 31 de enero, para evitar que coincidiesen con los primeros momentos de introducción del euro.

A lo largo de este año las operaciones se han realizado a tipos de interés marginales cada vez más bajos, reflejando las expectativas de reducciones de los tipos oficiales. El tipo de interés medio ponderado se ha situado de forma muy estable dos o tres puntos básicos por encima del marginal.

5.4.3.3. Otras operaciones de mercado abierto

A lo largo de 1999 el Eurosistema no realizó ningún otro tipo de operación distinto de las OPF o las OFLP. Sin embargo, a principios del 2000, concretamente el día 5 de enero, anunció la realización de una operación de ajuste para drenar liquidez, con fecha de liquidación el mismo día. Con esta operación se pretendía restablecer las condiciones normales de liquidez después del éxito en la transición al año 2000, no existiendo por tanto ya razones para mantener el exceso de liquidez. Esta operación se realizó mediante una subasta rápida a tipo de interés variable para la captación de

¹⁴² Vid. BCE (2001): *“Boletín Mensual”*, mayo; pp. 16-18.

depósitos a plazo fijo con vencimiento de una semana. El BCE retiró, de esta forma, 14 mm de euros del mercado monetario. El tipo de interés marginal y el medio ponderado fueron del 3%¹⁴³.

El 21 de junio de 2000, el BCE realizó otra operación de ajuste para inyectar liquidez, en un intento de restablecer las condiciones de liquidez ante la excesiva e inesperada utilización de la facilidad marginal de depósito. Esta operación se realizó mediante una operación temporal con vencimiento a un día mediante subasta a tipo de interés variable. Se solicitaron 18,8 mm de euros y la cantidad adjudicada fue de 7 mm de euros. Participaron 38 entidades de contrapartida. El tipo de interés marginal fue del 4,26% y el medio ponderado del 4,28%¹⁴⁴.

El 30 de abril de 2001, el BCE realizó una operación temporal adicional con vencimiento a una semana, con la intención de restablecer el desequilibrio existente en los volúmenes de liquidez, inyectando de forma paralela a la operación principal de financiación preestablecida y realizada ese mismo día, 73 mm de euros. Se solicitaron 105,4 mm de euros siendo el tipo de interés marginal el 4,77% y el tipo de interés medio ponderado el 4,79%¹⁴⁵.

A consecuencia de los atentados terroristas en EE.UU. y con el fin de garantizar liquidez al mercado, el BCE realizó dos operaciones de ajuste el 12 y 13 de septiembre en forma de operaciones temporales de inyección de liquidez con liquidación en el mismo día y vencimiento a un día. Se adjudicó todo el importe solicitado, 69,3 y 40,5 mm de euros respectivamente. Estas operaciones se realizaron mediante subasta rápida a

¹⁴³ Vid. BCE (2000): “*Boletín Mensual*”, enero; p. 15.

¹⁴⁴ Vid. BCE (2000): “*Boletín Mensual*”, julio; p. 13.

¹⁴⁵ Vid. BCE (2001): “*Boletín Mensual*”, mayo; pp. 16-18.

tipo de interés fijo del 4,25%. Las entidades participantes fueron 63 en la primera operación y 45 en la segunda.

De forma adicional, y con el fin de proporcionar liquidez en dólares a los bancos de la zona euro, cuyas operaciones podrían verse afectadas por las perturbaciones en los mercados, el 12 de septiembre la Reserva Federal y el BCE suscribieron un contrato swap por el cual el BCE dispondría de hasta 50 mm de dólares al recibir depósitos en dólares en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York y a cambio éste recibiría en el BCE depósitos en euros por el mismo importe¹⁴⁶.

Por último, el 28 de noviembre se realizó una operación temporal adicional a una semana paralela a la primera OPF de dicho período en la que se inyectaron 53 mm de euros mediante subasta ordinaria al tipo de interés mínimo del 3,25%. El tipo de interés marginal fue del 3,28% y el medio ponderado del 3,29%. El motivo de esta operación fue de nuevo proporcionar liquidez al mercado ante la situación provocada en la última operación del período de mantenimiento anterior en el que la cuantía solicitada fue tan sólo de 17 mm de euros¹⁴⁷.

5.4.4. LAS FACILIDADES PERMANENTES

El recurso a las facilidades permanentes se ha mantenido bastante estable excepto en los primeros días de 1999, en que se observó un recurso muy alto a la facilidad marginal de crédito, que fue en media para el período de mantenimiento de 3,8 mm de euros. Respecto a la facilidad marginal de depósito, también se produjo en los dos primeros períodos de mantenimiento un elevado recurso de 1,3 y 1,4 mm de euros respectivamente. Dicho comportamiento en los primeros días del año se debió tanto a los

¹⁴⁶ Vid. BCE (2001): “*Boletín Mensual*”, octubre; pp. 15-16.

¹⁴⁷ Vid. BCE (2002): “*Boletín Mensual*”, enero; pp. 17-18.

bajos costes existentes hasta el día 21 de enero como a la necesidad de adaptación del mercado interbancario a la nueva situación.

La utilización de ambas facilidades durante el resto del año fue poco relevante y de una forma no simultánea, acentuándose mucho más el recurso a las mismas el último día del período de mantenimiento de reservas. Este resultado es lógico al considerar que el mercado interbancario realiza una eficiente asignación de los recursos y se acude a las facilidades permanentes en mayor medida el último día del período de mantenimiento, y a una u otra facilidad en función de la situación de déficit o superávit de liquidez¹⁴⁸.

A lo largo del año 2000, el recurso a las facilidades permanentes siguió comportándose de forma bastante estable en niveles incluso inferiores al año anterior. Igualmente, el recurso no se produjo de forma simultánea para ambas facilidades, sino que en función de la situación de liquidez en los distintos períodos de mantenimiento de reservas predominaba la utilización de una facilidad u otra.

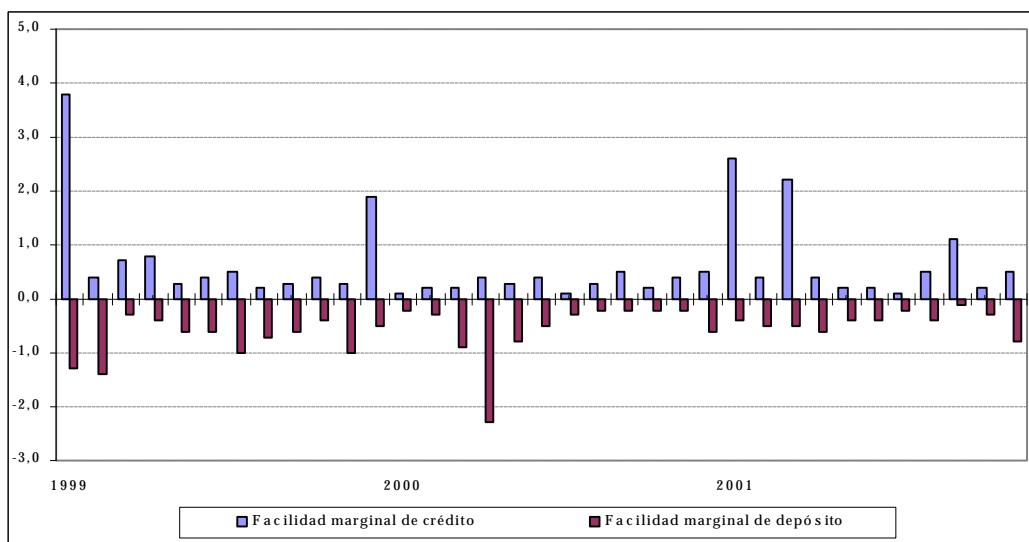
Hubo dos excepciones a esta situación; la primera es el elevado recurso a la facilidad marginal de crédito en el primer período de mantenimiento de reservas del 2000, que comenzó el 24 de diciembre de 1999, como consecuencia de las circunstancias derivadas de la transición al año 2000. Este mayor recurso se produjo principalmente la primera semana del período coincidiendo con el final del año; la segunda excepción se refiere al excesivo recurso a la facilidad marginal de depósito en el quinto período de mantenimiento, tanto como consecuencia de su utilización abundante de forma excepcional el día 20 de junio por un único banco ante problemas

¹⁴⁸ No obstante, en los primeros momentos se pensó que dicho comportamiento podía reflejar la imperfección del mercado interbancario o incluso la existencia de desequilibrios importantes de liquidez, aunque tras una observación más detallada y conjuntamente con otras variables estas conclusiones no se confirmaron. Véase en este sentido BCE (2000): “*Informe anual 1999*”; op. cit.; p. 54.

técnicos, como por el excesivo recurso el último día del período de mantenimiento de reservas correspondiente.

A lo largo del resto del año, la situación se mantuvo bastante estable, de forma significativa en los últimos meses del año 2000. En el año 2001 se observa que en el segundo y cuarto períodos de mantenimiento se produjo un elevado recurso a la facilidad marginal de crédito, provocada por las insuficiencias de liquidez debido a los reducidos volúmenes solicitados y adjudicados en algunas de las operaciones de dichos períodos. Desde entonces, el recurso a las facilidades se mantuvo bastante estable e incluso en niveles muy reducidos hasta septiembre de 2001 en que la incertidumbre provocada por los atentados terroristas en los EE.UU. y la mayor demanda de liquidez se tradujeron en un mayor recurso a la facilidad marginal de crédito. Esta evolución se puede observar en el Gráfico 5.4.

Gráfico 5.4. Variación de las facilidades de crédito y depósito en media para el período de mantenimiento de reservas.



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.ecb.int/stats/stats.htm>

5.4.5. EL COEFICIENTE DE RESERVAS MÍNIMAS

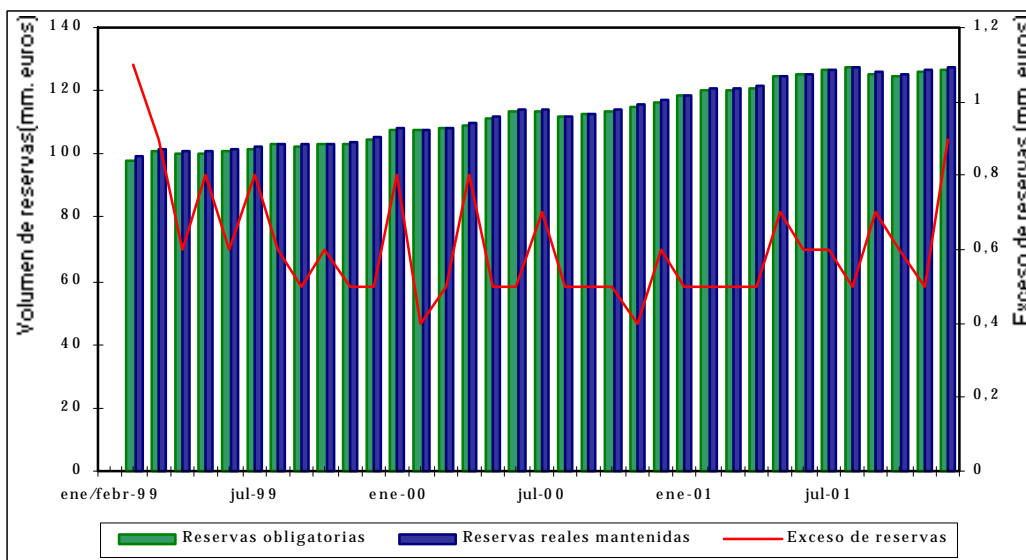
Respecto al coeficiente de caja, el mantenimiento de un promedio mensual para el cumplimiento del mismo ha contribuido a la estabilización de los tipos de interés, principalmente del EONIA. Por otro lado, las reservas mínimas exigidas han supuesto más del 50% de las necesidades de financiación del sistema bancario con lo que se cumplen de forma bastante eficiente las dos funciones asignadas a este instrumento¹⁴⁹. Debido a este buen comportamiento, no se han modificado ninguna de las características relevantes asociadas al mismo¹⁵⁰.

Además, la remuneración a los tipos de interés de las OPF garantizó que los costes del sistema de reservas no fueran excesivos. Las entidades, por lo general, han mantenido reservas excedentarias mínimas de una forma bastante estable en torno a 700 mm de euros. Esta evolución se observa en el Gráfico 5.5.

¹⁴⁹ Vid. BCE (2000): “*Informe anual 1999*”; op. cit.; pp. 54-55.

¹⁵⁰ En 1999, sólo se modificó la deducción estandarizada de la base de reservas que puede aplicar cada entidad de crédito a los pasivos frente a otras entidades de crédito de la zona euro sujetas al coeficiente de caja. En concreto, se amplió la deducción del 10% al 30% para los pasivos interbancarios instrumentados en valores distintos de acciones con plazo de vencimiento menor a dos años y en valores del mercado monetario en los que las entidades no estaban en condiciones de justificar la parte que adeudaban a otras entidades.

Gráfico 5.5. Evolución de las reservas en el período de análisis 1999-2001



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.ecb.int/stats/stats.htm>

Respecto al incumplimiento del coeficiente, éste se produjo en los dos primeros períodos de mantenimiento, en los que existía un período de gracia de tres meses para permitir a las entidades adaptarse al nuevo sistema en particular, y a la política monetaria única en general. Desde entonces se han producido en número mínimo y además se han ido reduciendo¹⁵¹.

¹⁵¹ Vid. BCE (2000): “Informe anual 1999”; op. cit.; pp. 54-55 y “Boletín Mensual”, varios números.

5.5. EL SISTEMA TARGET

La aplicación eficiente de una política monetaria única para un área, como es el caso de la UEM, requiere de forma adicional al marco operativo previamente analizado, la existencia de un sistema de pagos integrado que permita realizar transferencias de liquidez entre los participantes en el mismo de forma rápida y segura¹⁵². Este sistema es necesario porque en el contexto de la política monetaria única los tipos de interés del mercado monetario tienen que ser uniformes, para lo cual en el mercado interbancario de la UEM las entidades de crédito han de disponer tanto de los incentivos como de la capacidad para gestionar su liquidez eficientemente, así como de la posibilidad de ejecutar sus operaciones de arbitraje fácil y rápidamente en todo el área¹⁵³. Con esta finalidad surge el sistema de pagos TARGET.

Más concretamente, los objetivos de este nuevo sistema de pagos son¹⁵⁴:

1. Proporcionar un mecanismo seguro y fiable de liquidación bruta en tiempo real de los pagos transfronterizos.
2. Incrementar la eficacia de los pagos transfronterizos entre los países de la UE.
3. Responder a las necesidades de la política monetaria del SEBC.

La necesidad inicial de crear un sistema de pagos único se planteó en el seno del IME, antecedente del BCE, que como institución encargada (como es sabido) de realizar el trabajo preparatorio que sería necesario para el comienzo de la tercera fase, también se encargó de realizar distintos estudios relativos al nuevo sistema de pagos. En este

¹⁵² Vid. BCE (1999): “El marco operativo ...”; op. cit.; p. 37.

¹⁵³ Vid. BCE (1998): “*Target: Sistema de Pagos del euro con liquidación bruta en tiempo real*”. Francfort; p. 2.

¹⁵⁴ *Ibidem*.

sentido, realizó un primer informe en el que definía el nuevo sistema conocido como TARGET (*Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer*) o “Sistema de transferencia urgente automatizado transeuropeo para liquidación bruta en tiempo real”, y planteaba las características básicas que debía tener éste¹⁵⁵. Posteriormente, se realizaron otros dos estudios cuyo objetivo era delimitar aún más todos los aspectos relacionados con el nuevo sistema de pagos. Una vez constituido el BCE en junio de 1998, su Consejo de Gobierno adoptó el contenido de todos estos informes en relación al sistema TARGET, publicando un informe adicional y quedando desde entonces el sistema claramente definido y delimitado, tanto en su estructura y características básicas como en su funcionamiento¹⁵⁶.

5.5.1. CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DEL NUEVO SISTEMA DE PAGOS

El sistema TARGET es en efecto el sistema de pagos del euro con liquidación bruta en tiempo real, diseñado principalmente para la liquidación de las operaciones de política monetaria y de los pagos interbancarios de gran cuantía, aunque como veremos también se puede utilizar para realizar pagos de clientes¹⁵⁷.

Sus principales características según se recoge en su definición son¹⁵⁸:

¹⁵⁵ Vid. EMI (1995): “Target report”, mayo. Francfort

¹⁵⁶ Estos tres informes pretendían ampliar el contenido inicial recogido en el informe anterior. Véase EMI (1996): “First Progress Report on the Target Project”, agosto. Francfort; EMI (1997): “Second Progress Report on the Target Project”, septiembre. Francfort; BCE (1998): “Third Progress Report on the Target Project”, noviembre. Francfort.

¹⁵⁷ Vid. BCE (1999): “El marco operativo ...”; op. cit.; p. 38.

¹⁵⁸ Vid. BCE (1998): “*Target: Sistema de Pagos ...*”; op. cit.; p. 1.

- Es un sistema transeuropeo ya que está formado por los sistemas nacionales de pagos con liquidación bruta en tiempo real¹⁵⁹ y por el mecanismo de pagos del BCE, de forma que todos están interconectados para proporcionar una plataforma homogénea para el procesamiento de pagos transfronterizos.
- Es un sistema en tiempo real, sin que exista discriminación en relación al importe de los pagos. Todos son efectivos en su destino en unos minutos, una vez que dichos pagos son adeudados en la cuenta del participante presentador.
- Es un sistema de pagos con liquidación bruta, tratando los pagos de forma individualizada. La confirmación de que cada orden de pago individual ha sido ejecutada correctamente se envía al BCN presentador en tiempo real.
- El sistema TARGET proporciona firmeza intradía, es decir la liquidación es firme una vez que los fondos son abonados en cuenta, pudiendo a partir de ese momento reutilizar los fondos varias veces al día.

A pesar de que estas características puedan dar una imagen de complejidad en la utilización del sistema, en la práctica éste es muy sencillo. Simplemente, para la realización de un pago transfronterizo en este sistema, los participantes transmiten las órdenes de pago al sistema de pagos nacional en el que participan, y el sistema TARGET realiza el resto¹⁶⁰.

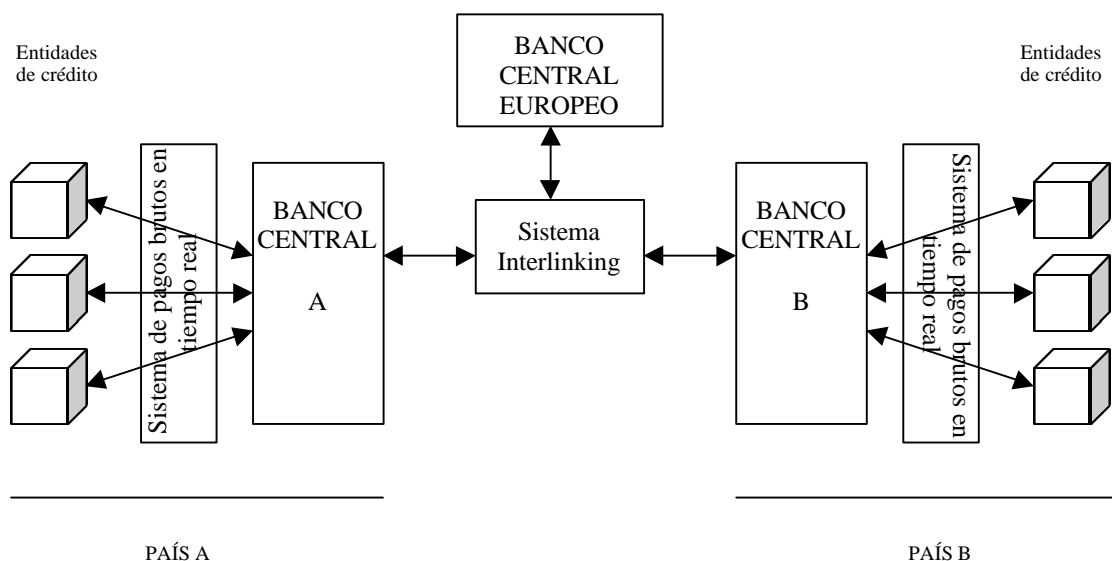
¹⁵⁹ En este sentido, los sistemas de pagos nacionales han tenido que adaptarse a las características que imponía el sistema TARGET. Muchos de estos sistemas no garantizaban la liquidación bruta en tiempo real y antes de formar parte del mismo debían transformarse. Esto ha ocurrido, por ejemplo, en España en donde el sistema de pagos a través del antiguo Servicio Telefónico del Mercado de Dinero tuvo que transformarse dando lugar al Servicio de Liquidación del Banco de España adaptado al nuevo sistema para poder liquidar pagos en tiempo real.

¹⁶⁰ *Ibidem*, p. 1.

5.5.2. ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA

El TARGET está formado por un sistema de interconexión, sistema Interlinking, y por todos los sistemas de pagos brutos nacionales de los distintos bancos centrales, enlazados entre sí a través de dicho sistema Interlinking¹⁶¹, como se puede observar en el Cuadro 5.4. Es un sistema de pagos descentralizado, ya que se apoya en la estructura existente para dichos pagos en cada uno de los Estados miembros, y en un sistema de cuentas de corresponsalía entre los BCNs. Simplemente, el acceso al respectivo sistema de pagos nacional será suficiente para permitir a las entidades realizar pagos transfronterizos a través del sistema TARGET.

Cuadro 5.4. Funcionamiento del sistema TARGET



Fuente: ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2000): "La política monetaria en el área euro".
Biblioteca de Economía y Finanzas, nº 6; p. 76.

¹⁶¹ La encargada del funcionamiento del sistema Interlinking es la empresa de comunicaciones interbancarias SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications).

El sistema TARGET está disponible para todas las transferencias de pagos en euros de cualquier importe, tanto interbancarios¹⁶² como de clientes¹⁶³, entre países de la UE, incluyendo los países que no han accedido a la tercera fase, los cuales también han debido adaptar sus sistemas de pagos al TARGET. No obstante, ha sido diseñado para los grandes pagos. Por ello, los pagos relacionados con operaciones de política monetaria en las que intervenga el SEBC, también deben efectuarse a través de TARGET o en su defecto a través del sistema nacional de pagos con liquidación bruta en tiempo real. Los sistemas de liquidación neta de grandes pagos transfronterizos en euros también deben liquidar sus saldos al final del día a través de TARGET¹⁶⁴.

En este sentido, las ventajas derivadas de la utilización del sistema TARGET se pueden concretar en¹⁶⁵:

- a) Facilitar una gestión flexible de la liquidez, ya que a través de este sistema los participantes podrán, en principio, disponer de liquidez en todo momento gracias a la fluidez del sistema de pagos.
- b) Reducción de riesgos derivados del propio funcionamiento de los sistemas de pagos, ofreciendo la posibilidad de liquidar los pagos sobre cuentas del banco central con firmeza inmediata, eliminando por tanto el riesgo de liquidación existente en otros mecanismos de pagos.

¹⁶² Existen más de 5.000 participantes en el sistema, pudiendo acceder a través de TARGET casi todas las entidades de crédito de la UE.

¹⁶³ En este caso la utilización del sistema es opcional, dependiendo básicamente del coste de utilización, del tamaño de la operación o del tiempo del proceso. Véase ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2000): “*La política monetaria ...*”; op. cit.; p. 76.

¹⁶⁴ Vid. BCE (1998): “*Target: Sistema de Pagos ...*”; op. cit.; p. 3.

¹⁶⁵ *Ibidem*.

- c) Funcionamiento en tiempo real, debido a la alta velocidad a la que se procesan los pagos transfronterizos, facilitando la gestión de tesorería y permitiendo a los participantes incrementar sus movimientos de fondos.
- d) Transmisión completa de información de principio a fin en los mensajes de pagos de TARGET, de forma que ninguna información se pierda.
- e) Ahorro de costes, ya que permite reutilizar inmediatamente los fondos recibidos, conciliar las cuentas durante el día no teniendo que repartir la liquidez entre diferentes sistemas de pagos y actuar inmediatamente si surge algún problema con la transferencia de un pago. El coste del sistema TARGET está establecido¹⁶⁶ de forma decreciente en función del número de operaciones realizadas por un participante dentro de un mismo sistema de pagos con liquidación bruta en tiempo real, o bien realizadas por distintas entidades a través de la misma cuenta de liquidación.
- f) Existencia de un horario de funcionamiento conveniente para todos, común a todos los países de la UE, de 7.00 hr a 18.00 hr, hora de Francfort, para todos los pagos en general, excepto para órdenes de clientes, que se cierra a las 17.00 hr¹⁶⁷. El sistema cierra además de los sábados y domingos, los dos únicos días festivos que coinciden en todos los países de la UE: Navidad y Año Nuevo¹⁶⁸. El Consejo de Gobierno del BCE también puede establecer

¹⁶⁶ Para su determinación se tuvieron en cuenta tres condicionantes: 1) la inversión y el coste de funcionamiento del sistema Interlinking; 2) el coste medio de procesar un pago doméstico en un sistema de liquidación nacional; y 3) el número de pagos transfronterizos en euros previsto.

¹⁶⁷ De esta forma también se persigue que coincida por lo menos en parte de su horario con los sistemas de pagos de EE.UU. y Japón.

¹⁶⁸ No obstante, en días festivos de carácter nacional los respectivos sistemas de pagos brutos en tiempo real pueden cerrar, aunque el sistema TARGET y los sistemas de pagos de otros países donde no es festivo siguen funcionando y por lo tanto se puede realizar la liquidación de pagos en euros.

algunos días festivos en los que el TARGET en su conjunto también esté cerrado.

Respecto al acceso de las entidades al sistema TARGET, sólo las entidades de crédito establecidas en el EEE (Espacio Económico Europeo) y sometidas a supervisión pueden participar en el mismo directamente. De forma adicional, los sistemas de pagos nacionales que participan en TARGET también pueden exigir a las entidades: 1) que tengan una adecuada fortaleza financiera; 2) un número mínimo de transacciones previstas; 3) una cuota de entrada y 4) cumplir ciertos requisitos de carácter legal, técnico y operativo¹⁶⁹. Excepcionalmente también pueden permitir la participación de departamentos de tesorería de gobiernos centrales o regionales activos en el mercado monetario, organismos del sector público, empresas de inversión y organizaciones proveedoras de servicios de compensación o liquidación.

5.5.3. UTILIZACIÓN DEL SISTEMA TARGET EN LA PRÁCTICA

La utilización del sistema TARGET se estableció que estaría disponible a partir de enero de 1999, coincidiendo con el inicio de la UEM y la realización de las primeras operaciones de política monetaria del Eurosistema, de forma que a partir de ese momento todos los sistemas de liquidación nacionales conectados al TARGET y el sistema Interlinking operarían sólo en euros. No obstante, se estableció un período transitorio hasta el 31 de diciembre de 2001 en el que estaría vigente el principio de no obligación, no prohibición, según el cual los clientes deciden voluntariamente si mantienen sus cuentas en moneda nacional o en euros.

¹⁶⁹ Véase ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2000): “*La política monetaria ...*”; op. cit.; p. 78.

El sistema TARGET comenzó realmente a funcionar el día 4 de enero de 1999 en el horario establecido entre las 7.00 hr y las 18.00 hr, aunque de forma transitoria entre el día 11 y 29 de enero se creó una “ventanilla de emergencia”, en la que las entidades que tuvieran dificultades para liquidar sus pagos en el horario normal disponían de una hora más para ello, con el cargo adicional de 15 euros por cada pago realizado en esa última hora. Dicha dificultad se debía al proceso de adaptación de las entidades al funcionamiento del sistema TARGET¹⁷⁰.

Además, en marzo de 1999 se decidió que el 31 de diciembre de 1999 también cerrarían tanto el Sistema Interlinking como los sistemas de pagos brutos nacionales de los distintos BCNs enlazados por el anterior, con el fin de asegurar la transición al año 2000, ya que se permitiría realizar todas las actividades de fin de día y de fin de año de todos los sistemas y disponer de copias de seguridad de todos los datos antes de la medianoche¹⁷¹.

El calendario de cierre del sistema TARGET se anuncia con antelación, previamente al comienzo del año. En el año 2000 se cerró además de los días establecidos anteriormente, el Viernes Santo, el lunes de Pascua, el día del Trabajo y el 26 de diciembre. Respecto al año 2001 se adoptó el mismo calendario con la excepción del día 31 de diciembre en que también se cerró, con el fin de garantizar una conversión al euro sin problemas de los sistemas de pagos al por menor y de los sistemas internos de las entidades de crédito¹⁷². En las fechas en que TARGET permanece cerrado no se pueden procesar pagos transfronterizos, pero sí se pueden realizar operaciones nacionales con los respectivos sistemas de pagos si en dicho país ese día no es festivo, y su sistema de pagos está abierto.

¹⁷⁰ Véase ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2000): “*La política monetaria ...*”; op. cit.; p. 79.

¹⁷¹ Vid. BCE (1999): “El sistema TARGET”, *Boletín Mensual*, junio; p. 47.

¹⁷² Vid. BCE (2000): “El sistema TARGET”, *Boletín Mensual*, junio; p. 69.

Desde 1999 el sistema TARGET ha mejorado en su funcionamiento y utilización por parte de sus participantes, desarrollando incluso nuevos elementos que no estaban concretados previamente a su aparición o que incluso han sido demandados por sus participantes. En este sentido, se ha mejorado el sistema de información sobre TARGET, de forma que todos los participantes del mismo pueden acceder simultáneamente a información normalizada sobre la situación del sistema, e incluso se ha introducido un sistema de reembolso por el cual se pretende compensar a los participantes en TARGET por los altos costes en que hayan podido incurrir si sus órdenes de pago no se han podido procesar en el día y como consecuencia han tenido que acudir a las facilidades permanentes del Eurosistema¹⁷³.

Respecto a la evolución que ha tenido el sistema TARGET desde su aparición, tal y como se puede observar en el Cuadro 5.6., podemos señalar que la evolución en el número de operaciones ha sido creciente, tanto en pagos transfronterizos realizados como en operaciones nacionales¹⁷⁴. Estas últimas suponen un 80% del total de pagos realizados, aunque este porcentaje ha ido disminuyendo a favor de los pagos transfronterizos, que cada vez son más numerosos. El valor de las operaciones nacionales realizadas se ha mantenido bastante estable, mientras que los pagos transfronterizos han tendido a aumentar más rápidamente. La evolución de otros sistemas de pagos ante la aparición del sistema TARGET ha sido dispar ya que algunos han mantenido la estabilidad en el número de operaciones realizadas mientras que otros las han reducido paulatinamente.

¹⁷³ Vid. BCE (2000): “El sistema TARGET”, *Boletín Mensual*, diciembre; p. 75.

¹⁷⁴ Vid BCE (2001): “*Target: Annual Report*”, Frankfurt; pp. 8-11.

**Cuadro 5.6. Operaciones de pagos realizadas a través del sistema TARGET
(Nº operaciones y mm. de euros)**

			1999				2000				2001		
			I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	III	IV
TARGET	PAGOS	Nº Operaciones	9.756.845	10.289.259	10.759.496	11.452.184	11.677.575	11.889.550	11.876.872	12.536.026	12.699.321	12.957.667	12.992.738
		Media diaria	154.871	158.296	163.023	176.187	179.655	192.767	182.721	198.985	198.427	208.995	199.888
		Valor	60.704	58.861	58.346	61.563	65.249	66.245	65.015	66.782	79.180	80.019	78.040
		Media diaria	964	906	884	947	1.004	1.068	1.000	1.060	1.237	1.291	1.201
	PAGOS TRANSFRONTERIZOS	Nº Operaciones	1.562.233	1.837.435	1.980.267	2.073.391	2.426.211	2.551.454	2.561.044	2.630.202	2.810.046	2.789.449	2.854.823
		Media diaria	24.797	28.268	30.004	31.898	37.326	41.152	39.401	41.749	43.907	44.991	43.920
		Valor	21.970	22.838	23.365	25.065	26.888	28.121	27.635	27.394	33.170	31.439	31.818
		Media diaria	349	351	354	386	414	454	425	435	518	507	490
	PAGOS NACIONALES	Nº Operaciones	8.194.612	8.451.824	8.779.229	9.378.793	9.251.364	9.338.096	9.315.828	9.905.824	9.889.275	10.168.218	10.137.915
		Media diaria	130.073	130.028	133.019	144.289	142.329	151.614	143.320	157.235	154.520	164.004	155.968
		Valor	38.734	36.023	34.981	36.498	38.361	38.124	37.380	39.388	46.010	48.580	46.222
		Media diaria	615	554	530	562	590	615	575	625	719	784	711
OTROS SISTEMAS	EURO	Nº Operaciones	3.306.689	4.250.282	4.726.750	5.362.563	5.823.942	6.241.239	6.123.837	6.502.684	6.959.929	7.074.610	6.990.816
		Media diaria	52.487	65.389	71.617	82.501	89.599	100.665	94.213	103.217	108.749	114.107	107.551
		Valor	11.000	10.777	11.056	11.382	12.159	12.758	12.421	12.306	13.892	13.164	12.533
		Media diaria	175	166	168	175	187	206	191	195	217	212	193
	EUROS ACCESS	Nº Operaciones	2.996.555	2.948.742	3.037.469	3.114.109	3.272.746	3.204.424	3.208.671	3.302.144	3.329.975	3.243.631	3.230.911
		Media diaria	47.564	45.365	46.022	47.909	50.350	51.684	49.364	52.415	52.031	52.317	49.706
		Valor	10.823	9.587	9.331	9.300	10.576	10.786	9.918	10.240	10.904	10.380	10.082
		Media diaria	172	147	141	143	163	174	153	163	170	167	155
	PARIS NET	Nº Operaciones	1.370.755	1.318.159	1.248.698	1.259.603	1.244.435	1.254.662	1.258.003	1.758.207	2.021.258	2.025.034	1.959.480
		Media diaria	21.758	20.279	18.920	19.379	19.145	20.236	19.354	27.908	31.582	32.662	30.146
		Valor	5.767	6.125	5.869	6.280	5.689	5.309	5.111	5.736	5.832	5.700	5.393
		Media diaria	92	94	89	97	88	86	79	91	91	92	83
	SEPI	Nº Operaciones	299.860	289.174	260.327	252.381	262.828	241.952	238.434	234.306	253.240	329.963	360.296
		Media diaria	4.760	4.449	3.944	3.883	4.044	3.902	3.668	3.719	3.957	5.322	5.543
		Valor	340	226	204	171	149	124	92	84	96	94	98
		Media diaria	5	3	3	3	2	2	1	1	2	2	2

Fuente: Elaboración propia a partir de BCE (2000 y 2001): "Boletín Mensual", varios números.

5.6. LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL ÁREA DEL EURO

La consideración de los mecanismos de transmisión en el área del euro es fundamental para poder evaluar la eficacia de la política monetaria aplicada. Con un conocimiento apropiado de dichos mecanismos se puede diseñar la política monetaria que se considera más adecuada, pero también podemos observar el alcance y el retraso con que las decisiones se reflejan en las variables últimas¹⁷⁵, y de esta forma elegir las medidas que permitan conseguir el objetivo último de la estabilidad de precios de forma rápida y eficaz¹⁷⁶.

En este sentido, los estudios actuales referidos a los mecanismos de transmisión en la zona euro ponen especial énfasis en el hecho de que el área en su conjunto no es un área homogénea en el que la misma política monetaria aplicada tiene las mismas consecuencias en las variables últimas sobre las que se pretende influir, sino que las diferencias son más acentuadas ya que en algunos países los mecanismos de transmisión funcionan mejor que en otros, en donde ni siquiera tienen relevancia.

Esta heterogeneidad en el funcionamiento de los mecanismos de transmisión surge porque a pesar de que las medidas de política monetaria son las mismas y afectan a todos los países miembros, la existencia de diferentes estructuras económicas y financieras hace que los efectos de dichas medidas puedan ser asimétricos¹⁷⁷, y por tanto no influir en la consecución del objetivo último de igual forma. Es más, parece que los principales determinantes que en última instancia hacen que los mecanismos tengan

¹⁷⁵ Vid. BANK OF ENGLAND (1999): “The transmission mechanism of monetary policy”, *Quarterly Bulletin*, mayo; pp. 161-170.

¹⁷⁶ Vid. BCE (2000): “La transmisión de la política monetaria ...”; op. cit.; p. 43.

¹⁷⁷ Vid. PEERSMAN, G. (2000): “The transmission of monetary policy in the Euro-area”, *Revue de la Banque*, nº 2/3; p. 139.

distinta respuesta en los diferentes países son factores institucionales que afectan al sistema económico y financiero¹⁷⁸.

Respecto al mecanismo vía tipos de interés¹⁷⁹, estas diferencias van desde la mayor o menor flexibilidad de precios y salarios, derivada tanto de la diferente elasticidad de la demanda de productos a las variaciones en los tipos de interés¹⁸⁰ como del poder sindical o el funcionamiento de los mercados de trabajo, hasta la propia estructura productiva existente en el país, el tipo de empresas predominantes¹⁸¹, o incluso la posición financiera de las mismas. Por ejemplo, respecto a los mercados de trabajo hay más diferencias entre los Estados miembros, que van desde los más rígidos como España hasta los menos como Austria o Italia; mientras que en cambio respecto a la influencia que pueda tener el tipo de industria predominante estas diferencias no son tan acusadas, siendo los casos extremos Alemania con gran influencia o los Países Bajos con prácticamente ninguna¹⁸².

Además, también hay que considerar el impacto que tienen directamente los tipos de interés de intervención de los bancos centrales sobre los tipos de interés del mercado monetario y consecuentemente sobre el resto de tipos de interés aplicados por las entidades financieras. En este sentido, la traslación de las variaciones de los tipos de

¹⁷⁸ Vid. FASE, M. y BONDT, G. (2000): "Institutional environment and monetary transmission in the euro-area: a cross-country view", *Revue de la Banque*, nº 2/3; pp. 149-152.

¹⁷⁹ Vid. PEERSMAN, G. (2000): "The transmission of ..."; op. cit.; p. 139; y BEAN, Ch. (1998): "Monetary policy under EMU", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 14, nº 3; p. 48.

¹⁸⁰ En concreto, dicho comportamiento está condicionado por tres factores: la elasticidad de la demanda de dinero y de la demanda de inversión a las variaciones de los tipos de interés, y el multiplicador de la inversión. Véase FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GAMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): "*Política Monetaria: su eficacia y enfoques alternativos*", Ed. AC. Tomo I. 1ª edición; p. 67.

¹⁸¹ Parece que existe evidencia empírica respecto a que los países en donde hay un gran peso de la industria de manufacturas y la construcción se ven más afectados por las decisiones de la política monetaria.

¹⁸² Vid. PEERSMAN, G. (2000): "The transmission of ..."; op. cit.; pp. 140-141.

interés del BCE depende en gran medida de la estructura del sistema financiero de cada uno de los países miembros¹⁸³, así como del comportamiento del área en su conjunto, pudiendo afirmar que en general, se observa una tendencia a la convergencia y consecuentemente a un impacto homogéneo del mecanismo de transmisión¹⁸⁴.

Igualmente hay que considerar distintos factores que condicionan el funcionamiento de otros mecanismos como el del tipo de cambio o el efecto riqueza, como la apertura de la economía y la estructura financiera del sector privado o el desarrollo de los mercados de capitales, respectivamente.

En lo que se refiere al mecanismo de transmisión vía crédito, en sus dos consideraciones, es decir en sentido estricto y en sentido amplio, el determinante fundamental del impacto de la política monetaria es la estructura financiera tanto de las entidades como de los particulares y su dependencia de los créditos bancarios. En el caso de las entidades financieras, cuanto mayor sea la ratio de préstamos y créditos de la entidad respecto al total de activos¹⁸⁵, mayor será el efecto de las decisiones sobre los tipos de interés de la política monetaria única a través de este mecanismo, ya que las entidades trasladarán dicha decisión a gran parte de su actividad. En cambio, si el grado de dependencia financiera de los créditos bancarios no es muy grande, este mecanismo tendrá poca relevancia, lo que quiere decir que los tipos de interés de dichos productos se ajustarán lentamente a los cambios de la política monetaria. Respecto a los particulares, éstos se verán igualmente más afectados cuanto mayor sea su dependencia financiera de los créditos y préstamos para poder llevar a cabo sus decisiones de gasto.

¹⁸³ Tanto desde el punto de vista de los mercados financieros como del de las características económicas de los participantes en dichos mercados.

¹⁸⁴ Vid. PEERSMAN, G. (2000): "The transmission of ..."; op. cit.; p. 139.

¹⁸⁵ Vid. FASE, M. y BONDT, G. (2000): "Institutional environment ..."; op. cit.; pp. 151-152.

En el marco de la UEM, este mecanismo está perdiendo relevancia porque cada vez es menor el grado de dependencia bancaria en las necesidades de financiación de las empresas existiendo alternativas a la misma, y además las entidades financieras son cada vez más grandes y solventes y se enfrentan a un entorno más competitivo que acelera el proceso de desintermediación financiera¹⁸⁶.

A pesar de los planteamientos anteriores, sin embargo, las conclusiones respecto a cuáles son exactamente los mecanismos de transmisión prevalecientes en la UEM y si éstos producen reacciones homogéneas en todos los países, no muestran una postura uniforme ya que, por un lado, la experiencia es muy reciente habiendo pasado prácticamente dos años desde el inicio de la política monetaria única y la aparición del área del euro, y por otro lado, los técnicas utilizadas tanto por expertos independientes como por los propios BCNs son muy diferentes, llegando a conclusiones distintas respecto a la importancia de los distintos mecanismos¹⁸⁷. Lo que sí parece evidente es que se tiende a una mayor convergencia entre todos los países en todos los aspectos, lo que hará que los mecanismos tiendan a homogeneizarse¹⁸⁸.

El análisis de los distintos determinantes que hacen que los mecanismos de transmisión de la política monetaria única sean distintos en los países miembros no es suficiente a la hora de evaluar la propia actuación de la misma, ya que independientemente de dichas diferencias existen además factores condicionantes que afectan por igual a todo el área¹⁸⁹:

¹⁸⁶ *Ibidem*.

¹⁸⁷ Vid. PEERSMAN, G. (2000): "The transmission of ..."; *op. cit.*; pp. 144-146.

¹⁸⁸ Vid. FASE, M. y BONDT, G. (2000): "Institutional environment ..."; *op. cit.*; p. 154.

¹⁸⁹ Vid. BCE (2000): "*La transmisión de la política monetaria ...*"; *op. cit.*; p. 44.

- Por un lado, las pautas que sigue dicha transmisión están en continua evolución en respuesta al comportamiento económico y la estructura institucional del área en su conjunto, los cuales están continuamente modificándose. Además estas modificaciones son impredecibles, lo que añade un factor de incertidumbre considerable.
- Por otro, la política monetaria no funciona de forma aislada, sino que está influida por factores internos y externos ajenos a dicha política, que condicionan también el logro del objetivo último de la estabilidad de precios. Estos factores igualmente generan un alto grado de incertidumbre.

Además, hay que añadir que evaluar la política monetaria a partir de los mecanismos de transmisión es difícil, ya que ésta actúa con retardos, lo que obliga a adoptar un enfoque prospectivo que se adapta mejor al desconocimiento sobre los efectos de la política monetaria en el corto plazo. Así lo ha considerado el BCE al diseñar su estrategia de política monetaria orientada a la estabilidad de precios a medio y largo plazo¹⁹⁰. Por un lado, la elección de un agregado monetario como variable de referencia responde a la consideración de que tanto el dinero como el crédito desempeñan un papel importante en la transmisión de efectos a las variables últimas¹⁹¹. Por otro, la utilización de un conjunto amplio de indicadores en la estrategia de la política monetaria del BCE contribuye a determinar los efectos de la política monetaria y los resultados de la misma sobre el objetivo último, siendo por tanto un apoyo importante para el análisis de los mecanismos de transmisión.

¹⁹⁰ *Ibidem.*

¹⁹¹ En este sentido, algunos autores consideran que dicho papel es simplemente pasivo, ya que el efecto se produce principalmente a través de las variaciones en los tipos de interés y en los precios de los activos, mientras que otros autores consideran que el papel es activo, ya que de forma directa los agentes ven modificada su estructura de cartera óptima y reaccionan para ajustarla, tomando decisiones de gasto concretas que afectan a las variables últimas.

De esta forma, se puede observar que en gran medida al diseñar la estrategia de la política monetaria única se han tenido muy en cuenta los mecanismos de transmisión predominantes en el área¹⁹². En este sentido, respecto a los mecanismos señalados anteriormente, en el área en su conjunto prevalecen los mecanismos vía tipos de interés y vía efectos riqueza, mientras que otros pierden importancia como por ejemplo el mecanismo de transmisión vía tipo de cambio, que afecta en mayor medida a las economías más dependientes del exterior, e igualmente otros mecanismos no considerados adquieren especial relevancia como el mecanismo de transmisión vía expectativas.

En relación a este último mecanismo vía expectativas, hay que señalar que por parte del BCE se le ha dado especial importancia en el sentido de que tanto los mercados financieros como los agentes privados tienen sus propias expectativas de inflación futura, e incluso de cuál debe ser la actuación concreta del BCE respecto a los tipos de interés¹⁹³.

Por esta razón, la estrategia está diseñada claramente en el medio plazo con el fin de dar una orientación a los agentes sobre cuál es el objetivo del banco central y la actuación del mismo para conseguir éste. Al mismo tiempo, en la estrategia se consideran un gran conjunto de indicadores que permiten adoptar dichas expectativas en un marco de información muy amplio, lo que hace que éstas se aproximen a la realidad. Por último, el grado de incertidumbre existente ante los efectos de una decisión de

¹⁹² Vid. MANNA, M., PILL, H. y QUIRÓS, G. (2000): “The Eurosystem’s operational framework ...”; op. cit.; p. 6.

¹⁹³ Vid. BCE (2000): “La transmisión de la política monetaria ...”; op. cit.; pp. 46-47.

política monetaria se reduce si dichas decisiones son previstas de forma bastante aproximada por los agentes, lo que también persigue el BCE con el diseño concreto de su estrategia.

CAPÍTULO 6

LA POLÍTICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL NORTEAMERICANA

ÍNDICE DEL CAPÍTULO 6

CAPÍTULO 6

LA POLÍTICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL NORTEAMERICANA

6.1. INTRODUCCIÓN

6.2. EL SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL

6.2.1. Principales objetivos y funciones

6.2.2. Estructura del Sistema de la Reserva Federal

6.3. LA POLÍTICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL

6.3.1. Los objetivos de la política monetaria de la Reserva Federal

6.3.2. La estrategia de la política monetaria en los EE.UU

6.3.3. La instrumentación de la política monetaria en los EE.UU.

6.3.4. La evolución reciente de la política monetaria norteamericana

6.1. INTRODUCCIÓN

A lo largo de los capítulos anteriores hemos realizado un análisis pormenorizado de la política monetaria del BCE en todos sus aspectos. No obstante, el objeto fundamental de esta Tesis Doctoral es intentar evaluar a priori, con tan sólo tres años de experiencia, la actuación de nuestra principal autoridad monetaria, en el sentido de si está operando o no correctamente para conseguir el objetivo último de la estabilidad de precios.

Esta evaluación se realizará principalmente a través de un análisis comparativo con la política monetaria desarrollada por la Reserva Federal de los Estados Unidos (EE.UU.).

La creación del SEBC, formado como se recordará por el BCE y los BCNs de los países miembros de la UE, se caracteriza por tener una estructura similar a la desarrollada por el Sistema de la Reserva Federal, formado a su vez por un órgano central que es la Junta de Gobernadores, y por los doce Bancos del Sistema de la Reserva Federal, correspondientes a los doce distritos en que está dividido el país. EE.UU. es un único país con estructura federal en su gobierno en general, y también en el ámbito monetario en particular, y la UEM está formada por un conjunto de países independientes pero que en materia monetaria han adoptado la unión total, lo que supone por tanto la aplicación de una política monetaria común en el área. Por ello, la similitud se encuentra en la existencia de un área de gran tamaño e importancia comercial a nivel mundial y cuya organización política, no siendo estrictamente igual, permite comparar la política monetaria en términos homogéneos¹.

¹ Vid. DUISENBERG, W. (1997): “*Comparisons between the structure and methods of the ESCB and the US Federal Reserve System*”. BIS Review 46/1997; pp. 1-2.

Considerando este planteamiento, a lo largo de este capítulo realizamos un análisis previo de la política monetaria de la Reserva Federal tanto en su diseño como en su aplicación, así como de las decisiones tomadas al respecto en este ámbito en los últimos años y sus implicaciones para la política monetaria del BCE, para en el próximo capítulo realizar el análisis comparativo deseado y la evaluación por tanto de la política monetaria única.

6.2. EL SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL

6.2.1. PRINCIPALES OBJETIVOS Y FUNCIONES

La Reserva Federal es el banco central de los EE.UU. desde 1913, año de su creación, lo que indica que es un banco relativamente moderno. Fue creado por el Congreso norteamericano con la finalidad de proporcionar al país un sistema monetario y financiero más seguro, flexible y estable, finalidad que actualmente se concreta en las cuatro funciones siguientes²:

1. Conducir la política monetaria del país influyendo en las condiciones monetarias y crediticias con el objetivo de conseguir un crecimiento económico sostenible con pleno empleo y estabilidad de precios.
2. Supervisar y regular las instituciones bancarias con el fin de asegurar que el sistema financiero y bancario del país sea seguro y carezca de sobresaltos, protegiendo al mismo tiempo los derechos crediticios de los clientes.
3. Mantener la estabilidad financiera, evitando o conteniendo la aparición de riesgo sistémico en los mercados financieros.
4. Proporcionar determinados servicios financieros al gobierno, al sector privado, a las instituciones financieras y a las instituciones oficiales extranjeras, así como gestionar el sistema de pagos de la nación.

Respecto a las características principales que debe tener un banco central se puede señalar que el Sistema de la Reserva Federal goza de un elevado grado de independencia en la toma de decisiones³, siendo en materia de política monetaria la

² Vid. FEDERAL RESERVE BOARD (1994): *“The Federal Reserve System: Purposes and Functions”*. Washington; p. 1.

³ La Ley de la Reserva Federal de 1913 que establecía su creación ya lo configuraba como un banco central independiente.

institución encargada tanto del diseño como de la instrumentación de la misma, a partir de los objetivos de política monetaria recogidos en la Ley de la Reserva Federal y en enmiendas posteriores a ésta. Por ello aunque los objetivos están fijados previamente, existe un alto grado de independencia respecto a cómo lograrlos⁴, por lo que podría decirse que la independencia es básicamente instrumental.

Por otro lado, existe un cierto grado de control por parte del Congreso, ya que de forma regular cada seis meses el Presidente de la Reserva Federal debe explicar y justificar ante el mismo su política monetaria y las decisiones tomadas en dicho sentido. Igualmente, la actividad de la Reserva Federal está sujeta al cumplimiento de los objetivos generales de la política económica y financiera diseñada por el Gobierno. En este sentido, la experiencia de las distintas Administraciones gubernamentales en su relación con la Reserva Federal muestra que en algunos momentos han existido conflictos importantes entre ellos, aunque en las últimas décadas se ha respetado bastante la actuación del banco central⁵.

Respecto a la rendición de cuentas, la Reserva Federal está obligada a la consecución de los objetivos definidos legalmente y debe responder de la política diseñada para ello ante el Congreso y el Senado. No obstante, en términos de la política monetaria, en los EE.UU. no existe un mandato claro respecto al objetivo de la misma, ya que existen más de un objetivo y además los que existen no están definidos de forma clara y precisa, lo que dificulta el control de su actuación, es decir la rendición de cuentas a través de la evaluación en la consecución de los objetivos⁶.

⁴ Vid. MEYER L. (2000): “*The politics of monetary policy balancing independence and accountability*”, BIS Review 94/2000; pp. 4-6.

⁵ Vid. MEYER, L. (2001): “*Comparative central banking and the politics of monetary policy*”, BIS Review 43/2001; p. 3.

⁶ Vid. MEYER L. (2000): “*The politics of monetary ...*”; op.cit.; pp. 8-9.

Por otra parte, la rendición de cuentas también se facilita con una política monetaria transparente y un proceso de comunicación claro y sencillo, lo cual contribuye al mismo tiempo al éxito de la misma al reforzar la credibilidad de la Reserva Federal en el logro de sus objetivos. Desde dentro de la Reserva Federal se considera también que una vía de comunicación importante la proporcionan los economistas que en algún momento han trabajado dentro del Sistema y ahora incorporan su conocimiento al sector privado⁷.

En general, se considera que la Reserva Federal dispone de una política de comunicación amplia, reforzada en gran medida por el propio Congreso de los EE.UU. que obliga a la misma a dar un testimonio público de la situación de la política monetaria y las decisiones tomadas al respecto dos veces al año. También se refuerza dicha comunicación a través de los informes del Comité de Operaciones de Mercado Abierto después de sus reuniones, informando de las decisiones tomadas en materia de política monetaria⁸. No obstante, la Reserva Federal a lo largo de muchos años se ha mostrado reticente a un alto nivel de transparencia porque consideraba que el conocimiento por parte del público de sus decisiones podría perjudicar los resultados de las acciones de la política monetaria, principalmente a través de la respuesta de los mercados financieros a dicho comportamiento esperado⁹. Un ejemplo claro de este comportamiento de la Reserva Federal es la poca claridad mostrada hasta la llegada de A. Greenspan¹⁰ en la definición de los procedimientos operativos para la aplicación de la política monetaria.

⁷ Vid. POOLE, W. (1999): “*Communicating the stance of monetary policy*” disponible en <http://www.stls.frb.org/general/speeches/991104.html>; pp. 3-4.

⁸ *Ibidem*.

⁹ Vid. MEYER L. (2000): “The politics of monetary ...”; *op. cit.*; p. 10.

¹⁰ Alan Greenspan es Presidente de la Reserva Federal desde 1987, siendo Presidente tanto de la Junta de Gobernadores como del Comité de Operaciones de Mercado Abierto.

6.2.2. ESTRUCTURA DEL SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL

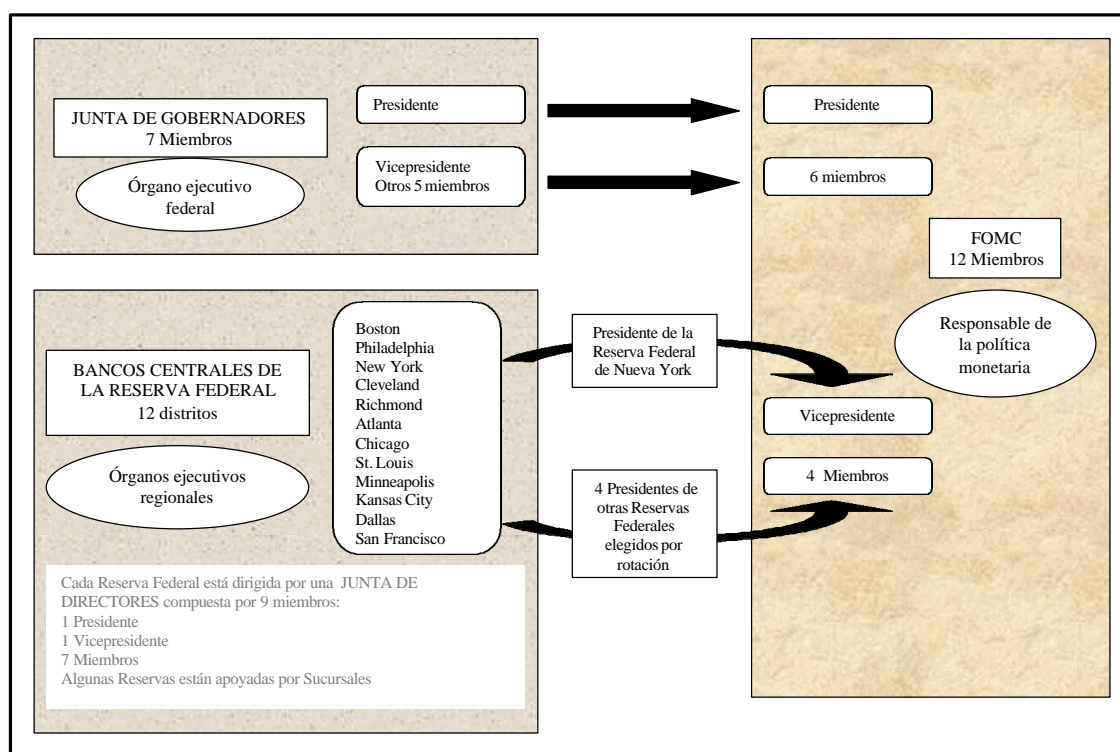
Respecto a la estructura del Sistema de la Reserva Federal, conocido comúnmente como FED, hay que señalar que está diseñado por el Congreso de forma amplia con el fin de que la situación y las perspectivas económicas del país se transmitan a cualquier parte del mismo sin ningún tipo de limitación.

La estructura es básicamente federal al estar compuesto por un órgano central, la Junta de Gobernadores, y por doce Bancos Federales del Sistema, correspondientes a doce distritos previamente establecidos¹¹. Todos ellos realizan las funciones anteriores de forma compartida según el ámbito nacional o estatal en el que se desarrollen.

Dentro del Sistema también existe un órgano específico responsable de la política monetaria que es el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC). A continuación, en el Cuadro 6.1. se observa detenidamente dicha estructura desarrollando posteriormente cada uno de estos órganos.

¹¹ Vid. FEDERAL RESERVE BOARD (2001): *“The structure of the Federal Reserve System”* disponible en [http:// www.federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri.htm](http://www.federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri.htm).

Cuadro 6.1. Estructura del Sistema de la Reserva Federal



Fuente: Elaboración propia a partir de FEDERAL RESERVE BOARD (2001): “The structure of the Federal Reserve System”. Washington.

6.2.2.1. Junta de Gobernadores

La Junta de Gobernadores, también llamada Junta Rectora, se configura como una agencia del Gobierno federal, formada por siete miembros nombrados por el Presidente de los EE.UU. y confirmados por el Senado por un mandato de catorce años, al final de los cuales no pueden ser reelegidos¹². La elección de los miembros pretende ser una representación equitativa de los intereses de los distintos sectores económicos del país, agrícola, financiero, industrial y comercial, así como de los intereses de cada

¹² No obstante, si algún miembro no agota su mandato por cualquier motivo, puede ser reelegido de nuevo posteriormente para un nuevo mandato completo de catorce años.

distrito. De los siete miembros, el Presidente del país designa a dos de ellos como Presidente y Vicepresidente de la Reserva Federal, por un mandato de cuatro años renovables¹³.

La Junta de Gobernadores se reúne normalmente dos veces a la semana en Washington, sede de la misma, siendo muchas de esas reuniones abiertas al público en un intento de reforzar la transparencia en la actividad de la Reserva Federal¹⁴. Habitualmente también mantienen reuniones con miembros de la Administración así como con representantes de sectores particulares con el fin de transmitir y evaluar conjuntamente la situación económica del país.

Además, dos veces al año, en febrero y en julio, la Junta de Gobernadores debe presentar un informe y dar testimonio del mismo sobre la economía en general y la situación de la política monetaria en particular, ante el Congreso, el Senado y distintas Comisiones relacionadas con temas monetarios y financieros.

La Junta de Gobernadores tiene como función primordial la formulación y el diseño de la política monetaria. Es por tanto el órgano ejecutivo básico del Sistema. Sus miembros forman parte, a su vez, del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto, como veremos posteriormente. En este sentido, son responsables de fijar el coeficiente de reservas mínimas y de la política de tipos de descuento, función que comparte con los Bancos del Sistema de la Reserva Federal¹⁵.

¹³ Vid. FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO (2000): “*The Eurosystem in brief*” disponible en <http://www.frb.org/publications/federalreserve.htm>

¹⁴ *Ibidem*.

¹⁵ Vid. FEDERAL RESERVE BOARD (1994): “*The Federal Reserve System: Purposes ...*”; *op. cit.*; pp. 4-7.

Por otro lado, también es responsable de la política de supervisión y regulación del sistema bancario, fijando de la misma forma los coeficientes de garantía y solvencia adecuados para asegurar el buen funcionamiento del sistema de pagos. Finalmente, es responsable también del desarrollo y administración de las normas federales relativas a la protección en el crédito a los consumidores.

6.2.2.2. Bancos del Sistema de la Reserva Federal

Los Bancos del Sistema de la Reserva Federal fueron establecidos por el Congreso como órganos operativos del Sistema en cada distrito, con el fin de prestar distintos servicios a las instituciones financieras y al Gobierno, combinando elementos públicos y privados en su diseño y organización, como el hecho de que por formar parte del Sistema de la Reserva Federal están sujetos a la supervisión del Congreso¹⁶.

Cuadro 6.2. Bancos del Sistema de la Reserva Federal y sucursales

FEDERAL RESERVE BANK	SUCURSALES
Boston	
New York	Buffalo
Philadelphia	
Cleveland	Cincinnati, Pittsburgh
Richmond	Baltimore, Charlotte
Atlanta	Birmingham, Jacksonville, Miami, Nashville, New Orleans
Chicago	Detroit
St Louis	Little Rock, Louisville, Memphis
Minneapolis	Helena
Kansas City	Denver, Oklahoma City, Omaha
Dallas	El Paso, Houston, San Antonio
San Francisco	Los Angeles, Portland, Salt Lake City, Seattle

Fuente: FEDERAL RESERVE BOARD (1994): “*The Federal Reserve System: Purposes and Functions*”. Washington D.C.; pp. 9-10.

¹⁶ Vid. FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO (2000): “*The Eurosystem ...*”; op. cit.

A estos efectos, EE.UU. se divide en doce distritos situándose en cada uno de ellos un Banco Federal cuyo órgano superior es la Junta de Directores, formada por nueve miembros que supervisan la actividad del Banco en todo el distrito. A su vez, los Bancos están apoyados por veinticinco sucursales de los mismos repartidas por todo el país, tal y como observamos en el Cuadro 6.2. Tanto los Bancos Federales como las sucursales dependen de la Junta de Gobernadores.

La Junta de Directores de los Bancos del Sistema está formada por nueve miembros agrupados en tres categorías; un primer grupo representa exclusivamente a la banca comercial miembro del Sistema en cada distrito, un segundo grupo representa los intereses de todos los sectores económicos del distrito siendo elegidos dentro de éste, y un tercer grupo que también representa los intereses de estos mismos sectores pero que son elegidos por la Junta de Gobernadores de Washington. Todos ellos son nombrados por un período de tres años¹⁷. Dos miembros de los tres elegidos por la Junta de Gobernadores son elegidos a su vez Presidente y Vicepresidente de dicho Banco Federal.

De forma adicional, en los distritos donde hay más sucursales del Banco también existe un grupo de Directores, que apoyan la actividad del Banco en el distrito, ofreciendo un conocimiento más profundo de la situación económica en el área concreta de dicha sucursal.

La existencia tanto de la Junta de Directores como de los Directores de sucursales concretas dotan al Sistema de la Reserva Federal de una perspectiva regional respecto a las condiciones económicas y financieras del distrito correspondiente¹⁸. Toda

¹⁷ Las exigencias y limitaciones de estos miembros están recogidas en el documento “*The Federal Reserve System: Functions And Purposes*” de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal; op. cit.; pp. 7-12.

¹⁸ *Ibidem*.

esta información específica es utilizada tanto por la Junta de Gobernadores como por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto en la toma de decisiones de política monetaria.

Respecto a las funciones de los Bancos del Sistema, éstos ejercen un papel fundamental en materia de política monetaria, ya que cinco de los doce Presidentes de los Bancos del Sistema participan en el Comité de Operaciones de Mercado Abierto. Además, la Junta de Directores de cada Banco es la encargada de recomendar cada dos semanas los cambios en el tipo de descuento aplicable a los préstamos a las entidades de depósito, los cuales deben ser aprobados para su aplicación por la Junta de Gobernadores.

Por otra parte, estos Bancos también realizan funciones de supervisión y regulación sobre las entidades financieras, las cuales en su mayoría son funciones delegadas por la Junta de Gobernadores a cada distrito. También proporcionan servicios financieros al Gobierno federal y a las instituciones de depósito y participan eficientemente en el correcto funcionamiento del sistema de pagos¹⁹.

A pesar del carácter descentralizado del Sistema, algunos bancos se han especializado en funciones que realizan para todos como la Reserva Federal de Nueva York, que se encarga de realizar las operaciones de mercado abierto resultantes de las directrices del FOMC sobre la política monetaria o las intervenciones en los mercados monetarios y de divisas²⁰.

¹⁹ Vid. FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO (2000): “*The Eurosystem ...*”; op. cit.

²⁰ Vid. DUISENBERG, W. (1997): “Comparisons between ...”; op. cit.; p. 2.

6.2.2.3. El Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC).

El Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC²¹) es el órgano del Sistema de la Reserva Federal más importante en la aplicación de la política monetaria en los EE.UU., ya que a través de él se dirige el principal instrumento de la política monetaria de la Reserva Federal: las operaciones de mercado abierto, las cuales influyen directamente en la provisión de reservas de las entidades de depósito y en consecuencia en el coste y disponibilidad de dinero y crédito en el país.

Está formado por doce miembros, de los que siete como ya dijimos son los que forman la Junta de Gobernadores siendo los cinco restantes Presidentes de cinco de los doce Bancos del Sistema, entre los cuales el Presidente de la Reserva Federal de Nueva York siempre está presente²². Los cuatro Presidentes restantes son elegidos por mandatos anuales mediante un sistema de rotación de entre los once posibles²³.

Tradicionalmente el Presidente de la Junta de Gobernadores es elegido Presidente del FOMC y el Presidente de la Reserva Federal de Nueva York es elegido Vicepresidente.

El FOMC determina su propia organización. Anualmente, en su primera reunión, el Comité elige al Presidente y al Vicepresidente del mismo y selecciona de entre todas los Bancos de la Reserva Federal al personal básico que apoyará la toma de decisiones del FOMC a lo largo de ese año aportando toda la información que sea necesaria.

²¹ De su expresión en inglés Federal Open Market Committee.

²² Vid. POOLE, W. (1998): "*That mysterious FOMC*". Federal Reserve Bank of St. Louis; p. 2.

²³ Para ello, las once Reservas Federales del Sistema se reúnen en cuatro grupos, siendo cada uno de los miembros restantes del FOMC elegido en cada uno de los grupos, y rotando entre ellos. Se agrupan de la siguiente forma: 1) Boston, Philadelphia y Richmond; 2) Cleveland y Chicago; 3) Atlanta, St. Louis y Dallas; y 4) Minneapolis, Kansas City y San Francisco.

El FOMC se debe reunir según recoge la ley al menos cuatro veces al año en Washington, aunque desde 1980 se celebran anualmente de forma regular ocho reuniones con intervalos de entre cinco y ocho semanas entre ellas, fijadas previamente en el calendario. Adicionalmente, y siempre que sea necesario, los miembros pueden reunirse de forma especial o incluso mantener una videoconferencia o incluso votar alguna decisión propuesta por telegrama o teléfono.

En las reuniones establecidas de forma regular los miembros deben votar sobre las directrices de política monetaria a llevar a cabo hasta la próxima reunión²⁴ y hasta junio de 2000 al menos dos veces al año también debían votar los objetivos a largo plazo para el crecimiento de los agregados monetarios²⁵.

Las reuniones del FOMC están bastante restringidas por las materias objeto de discusión en el mismo, pudiendo asistir entre otros, los Presidentes del resto de Bancos de la Reserva Federal y el Director de la Mesa de Operaciones de Nueva York, responsable de la aplicación inmediata de las decisiones del FOMC a través de las operaciones de mercado abierto.

Previamente a las reuniones del FOMC el personal del mismo debe preparar amplios informes sobre la situación económica y financiera actual y pasada y elaborar proyecciones para el futuro que serán enviadas a todos los miembros del FOMC y a los Presidentes del resto de Bancos de la Reserva Federal. En las reuniones, dichos informes

²⁴ En cada reunión del FOMC se determina si se va a realizar o no un movimiento en los tipos de interés, pero además en cualquier caso si se considera que en el tiempo que transcurre hasta la próxima reunión del Comité puede ser necesario una nueva modificación de los tipos, se define también una directriz asimétrica en la dirección adecuada. Esta directriz autoriza al Presidente del FOMC, Alan Greenspan, a emprender dicha acción realizando simplemente un anuncio telefónico al resto de miembros del Comité. Véase a este respecto la trayectoria e iniciativas de la Fed durante el mandato de Greenspan en WOODWARD, B. (2001): "*Greenspan*". Ed. Península. Barcelona; pp. 106-108.

²⁵ En la norma que recogía esta obligación para el FOMC se expresaba que a partir de junio de 2000 ya no sería obligatorio, por lo que si el FOMC decidía mantener la fijación de objetivos monetarios sería con carácter totalmente voluntario.

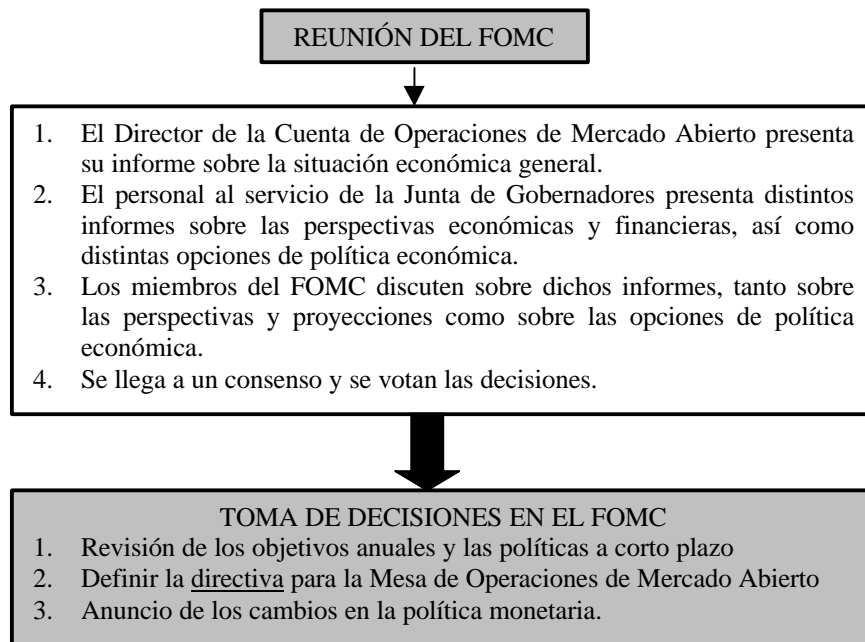
deben ser presentados oralmente, poniendo énfasis en la situación actual y en las proyecciones futuras y considerando todos los aspectos relevantes para tomar decisiones, como las tendencias en precios y salarios, empleo y producción, ingresos y gasto privado, inversión, mercados de divisas, tipos de interés, agregados monetarios y crediticios y política fiscal.

Después de todos los informes, los miembros del FOMC y los Presidentes del resto de Bancos de la Reserva Federal deciden sobre su política monetaria. Cada participante expone su opinión respecto a la situación económica y cuáles deberían ser las actuaciones de la política monetaria según las previsiones futuras, proponiendo una recomendación concreta de actuación. Una vez expuestas todas las posturas es necesario llegar a un consenso sobre las directrices para el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, encargada de ejecutar las transacciones a través de la Mesa de Operaciones de Mercado Abierto²⁶, de forma que sirvan de guía para las operaciones de mercado abierto a partir de ese momento y hasta la siguiente reunión del Comité²⁷. El consenso se alcanza mediante votación solamente de los miembros del FOMC. También en dicha directriz se recogen todas las indicaciones necesarias para la correcta aplicación de las decisiones de política monetaria, como la fijación de los objetivos de crecimiento para los agregados monetarios mientras ha sido obligatorio y las operaciones realizadas por la Reserva Federal en los mercados de divisas. En el Cuadro 6.3. se puede observar cómo se realiza este proceso.

²⁶ Respecto al desarrollo de las operaciones de mercado abierto por parte de la Reserva Federal de Nueva York se encuentra una explicación detallada en: FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (1996): “*Understanding open market operations*”; pp. 31-52.

²⁷ Vid. POOLE, W. (1998): “*That mysterious ...*”; op. cit.; p. 3.

Cuadro 6.3. Proceso de toma de decisiones en el FOMC



Fuente: Elaboración propia a partir de FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (1996): “*Understanding open market operations*”; p. 26.

6.3. LA POLÍTICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL

Una vez analizada la estructura organizativa del Sistema de la Reserva Federal, autoridad monetaria en los EE.UU., vamos a describir el contenido de su política monetaria, tanto en el diseño de los objetivos perseguidos y estrategia utilizada como en la implantación de la misma a través de los instrumentos de política monetaria a su disposición.

6.3.1. LOS OBJETIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL

Según se recoge oficialmente en la Ley de la Reserva Federal y en las enmiendas posteriores a ésta en materia de política monetaria, el Sistema de la Reserva Federal en general y el FOMC en particular deben perseguir la consecución de forma eficiente de los objetivos de pleno empleo, precios estables y tasas moderadas en los tipos de interés a largo plazo²⁸. Podríamos decir de esta forma que éstos son los grandes objetivos de la política monetaria en los EE.UU. No obstante, lo que está detrás de estos fines es un objetivo aún más amplio como es el garantizar un crecimiento económico sostenido con pleno empleo en una situación de estabilidad de los precios²⁹.

El objetivo de pleno empleo se entiende en el sentido de alcanzar el máximo nivel sostenible de empleo y producción, utilizando los recursos productivos del modo más eficiente, y con el menor coste posible, o por lo menos sin costes excesivos. En términos de crecimiento económico se persigue un alto nivel de vida y bienestar a medio

²⁸ Vid. FEDERAL RESERVE BOARD (1994): “*The Federal Reserve System: Purposes ...*”; op. cit.; p. 17.

²⁹ Vid. MEULENDYKE, A. (1990): “*US monetary policy and financial markets*”; Federal Reserve Bank of Nueva York; p. 221.

plazo, tanto a nivel individual como de la economía en su conjunto. El objetivo de la estabilidad de precios se refiere, por su parte, a mantener la inflación en tasas bajas y moderadas midiendo el crecimiento del nivel general de los precios³⁰ bien a través del deflactor del PNB o de un índice de precios al consumo. Por otro lado, respecto a la definición de los objetivos no existen cuantificaciones oficiales de los mismos, aunque en general se considera que hay estabilidad de precios con un nivel de inflación alrededor del 2%³¹ y pleno empleo con un nivel de paro del 5,5%³².

En los EE.UU., por tanto, no existe un solo objetivo claramente definido para la política monetaria, sino que es más bien un conjunto de objetivos que garantizan una situación considerada óptima para la economía³³. No obstante, algunos economistas al igual que ha ocurrido en la mayoría de los países más desarrollados y en particular en el área euro, han puesto de manifiesto la mayor importancia del objetivo de la estabilidad de precios sobre los demás, ya que un nivel de precios estable se convierte en el requisito fundamental para el logro del resto de objetivos, al promover un marco de estabilidad necesario que facilita el logro del pleno empleo, un crecimiento sostenido y tasas moderadas de los tipos de interés a largo plazo³⁴.

Las razones que justifican la importancia del objetivo de la estabilidad de precios ya han sido expuestas en el capítulo 2 de esta Tesis Doctoral, por lo que nos remitimos a ellas para defender la postura de algunos economistas que en relación a la Reserva

³⁰ Vid. MEYER, L. (1998): "Strategy of monetary policy in the US", *BIS Review*, nº 23; pp. 1-2.

³¹ Considerar una tasa de inflación en un nivel bajo y positivo se justifica por la existencia de sesgos inflacionistas difíciles de eliminar, tal y como se ha señalado en el capítulo 2 de esta Tesis Doctoral. Véase además MEYER, L. (1999): "New Challenges for monetary policy", Jackson Hole Conference, Federal Reserve Bank of Kansas City; p. 4.

³² Vid. MEYER, L. (1998): "Strategy of ..."; op. cit.; pp. 1-2.

³³ Vid. SVENSSON, L. (1997): "Optimal inflation targets, conservative central banks and linear inflation contracts", *American Economic Review*, vol. 87, nº 1; pp. 98-114.

³⁴ Vid. FERGUSON, R. (1999): "Monetary policy and the outlook for the US economy", *BIS Review* 6/1999; p. 2.

Federal consideran que sería mejor la definición de un solo objetivo para su política monetaria.

Sin embargo, tradicionalmente el Sistema ha definido varios objetivos, por lo que su experiencia en este sentido es amplia, basándose principalmente en la consideración del corto y el largo plazo, ya que aunque a largo plazo sí es cierto que la estabilidad de precios es fundamental para el logro del resto de objetivos, a corto plazo, por un lado, puede existir conflicto entre alcanzar un mayor crecimiento y nivel de empleo y asegurar la estabilidad de los precios, y por otro, puede surgir algún shock de oferta imprevisto que obligue a reaccionar a la política monetaria con rapidez y esto será más fácil cuanto más flexible sea ésta, sin estar sujeta únicamente al logro de un solo objetivo³⁵.

Al mismo tiempo, a partir de la experiencia vivida en décadas anteriores, también se reconoce la importancia de luchar contra la inflación como consecuencia de los fuertes costes que provoca, por lo que en el medio y largo plazo se tiende a promover en mayor medida la estabilidad de precios junto a la flexibilidad antes señalada³⁶.

Esta postura intermedia se apoya en un debate que ha sido ampliamente mantenido en los últimos años entre economistas y miembros de distintos bancos centrales, referido a la posibilidad de admitir la existencia de un doble objetivo para la política monetaria. Por un lado, conseguir y mantener un nivel de inflación acorde con la definición de la estabilidad de precios, lo cual vuelve a señalar el énfasis en este objetivo a largo plazo, y por otra parte, mantener la flexibilidad necesaria de la política monetaria

³⁵ Vid. FEDERAL RESERVE BOARD (1994): *"The Federal Reserve System: Purposes ..."*; op. cit.; pp. 17-18.

³⁶ Vid. MEULENDYKE, A. (1990): *"US monetary policy ..."*; op. cit.; pp. 222-223.

para poder enfrentarse a fluctuaciones cíclicas que puedan afectar negativamente al pleno empleo y consecuentemente al crecimiento económico³⁷.

No obstante, la Reserva Federal sin haber definido nunca un objetivo numérico de la estabilidad de precios de forma explícita, ha alcanzado el mismo éxito que otros países que sí lo habían hecho, por lo que no se considera que sea un factor relevante para que la política monetaria consiga mejor sus objetivos³⁸.

6.3.2. LA ESTRATEGIA DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LOS EE.UU.

El Sistema de la Reserva Federal no tiene una estrategia de política monetaria claramente definida, es decir, no existe un mandato oficial respecto a las directrices de la política monetaria para alcanzar los objetivos últimos anteriormente expuestos³⁹.

La variable a través de la cual se observan los cambios en la orientación de la política monetaria por parte del Sistema es la acción sobre los tipos de interés de los fondos federales, o lo que es lo mismo, el coste de pedir prestado en el mercado interbancario. Por tanto, estos tipos de interés son básicos como instrumentos de actuación del FOMC en el análisis de la estrategia de la política monetaria de los EE.UU.⁴⁰.

³⁷ Este fue el objeto de discusión en la Conferencia celebrada por la Reserva Federal de Kansas City en Jackson Hole en 1999, foro de discusión sobre temas relacionados con la actividad de los Bancos Centrales. Véase al respecto MEYER, L. (1999): “*New Challenges for...*”; op. cit.; pp. 2-4.

³⁸ *Ibidem*, p. 3.

³⁹ Vid. MEYER, L. (1998): “*Strategy of ...*”; op. cit.; p. 1.

⁴⁰ Vid. FRIEDMAN, B. (2000): “*The role of interest rates in Federal Reserve policymaking*”. NBER Working Paper nº W8047.

En la práctica, las reuniones del FOMC, como hemos analizado anteriormente, consisten en intercambiar opiniones y conocimientos respecto a la situación general de la economía y cuáles son las tendencias y pronósticos en el comportamiento futuro de las variables que representan los objetivos de la política monetaria, con el fin de determinar cuál es el tipo de interés de los fondos federales adecuado y consistente con el logro de los objetivos últimos; es decir, el tipo de interés óptimo para influir en el mercado de reservas bancarias y consecuentemente en el resto de tipos de interés, el volumen de crédito, las decisiones de gasto y ahorro y por tanto la demanda agregada, el nivel de producción de la economía, el empleo y el nivel de precios. Dichos tipos de interés se transmiten al mercado de reservas mediante los instrumentos de política monetaria que tiene a su disposición la Reserva Federal y que analizaremos en un próximo epígrafe de esta investigación.

No obstante, a pesar de no tener definida una estrategia clara vamos a detenernos brevemente en los elementos más destacados que caracterizan la toma de decisiones por parte del Sistema de la Reserva Federal.

Considerando las estrategias de política monetaria analizadas en el capítulo tres de nuestra Tesis Doctoral, podemos señalar que la Reserva Federal tradicionalmente ha utilizado una estrategia, que sin estar definida como tal, se ha basado en la definición de un objetivo intermedio, más accesible mediante los instrumentos de política monetaria disponibles y que a su vez ha facilitado la consecución de los objetivos últimos. Entre los dos grupos de variables que pueden actuar como objetivo intermedio, las variables monetarias y los tipos de interés, la Reserva Federal tradicionalmente⁴¹ ha elegido los

⁴¹ Véase a este respecto FRIEDMAN, B. (1996): *"The rise and fall of money growth targets and guidelines for US monetary policy"*, NBER Working Paper n° 5465; pp. 30-32 y Mc CALLUM, B. (1990): *"Targets, indicators and instruments of monetary policy"*, IMF Working Paper WP/90/41; pp. 1-2.

segundos, a excepción de lo sucedido en la década de los años setenta, en la que se decantó en mayor medida por los agregados monetarios⁴².

Concretamente hasta finales de los sesenta los agregados monetarios no jugaban ningún papel relevante en la política monetaria de la Reserva Federal, siendo a partir de ese momento cuando fueron tomados en consideración⁴³. Inicialmente, y por voluntad propia, se empezaron a fijar objetivos monetarios a corto plazo (dos meses) consistentes al mismo tiempo tanto con los objetivos últimos como con los tipos de interés, pero eran objetivos flexibles en el sentido de que se modificaban ante cualquier desviación. En 1975, una resolución del Congreso reconoció la importancia de fijar objetivos para la oferta de dinero y el FOMC por primera vez fijó y anunció públicamente objetivos anuales para la cantidad de dinero.

En 1978, a partir de la Ley Humphrey-Hawkins⁴⁴, que modificaba en ciertos aspectos la Ley de la Reserva Federal, se estableció que anualmente en febrero la Reserva Federal debía anunciar públicamente sus objetivos para el crecimiento de los agregados monetarios y crediticios, y revisarlos a mediados de año, modificándolos si fuera necesario y explicando las desviaciones en caso de que éstas se produjesen.

Hasta 1982, los agregados monetarios se convirtieron pues en el objetivo intermedio de la política monetaria de la FED, siendo los tipos de interés libres y determinados sin restricciones por el mercado. El énfasis inicialmente se puso sobre el

⁴² La evidencia empírica disponible respecto al comportamiento de M_1 permitía contrastar con bastante exactitud el comportamiento de la actividad económica. En general, los agregados principales eran bastante predecibles y su relación con la actividad económica era bastante estable, siendo además esas variables consideradas adecuadas como objetivo intermedio.

⁴³ Vid. MEYER, L. (2001): "Does money mater?", *BIS Review* 25/2001; pp. 8-12.

⁴⁴ Entre las normas más significativas que han incorporado enmiendas a la Ley de la Reserva Federal se encuentra la Ley de Pleno Empleo y Crecimiento Equilibrado de 1978, conocida familiarmente como la Ley Humphrey-Hawkins en razón a sus promotores. Esta ley incorporaba enmiendas relativas a la política monetaria, como es la definición de sus objetivos de forma más clara, o las líneas o guías de actuación de las autoridades monetarias.

agregado M_1 , pero posteriormente tras observar que M_1 contenía una definición demasiado sencilla del dinero, también se fijaron objetivos para M_2 y M_3 . Se consideraba, por tanto, que existía una relación estable y fiable entre el crecimiento de la cantidad de dinero así definida y los objetivos finales de la política monetaria, por lo que el control de la oferta monetaria podría ser la referencia fundamental para el control de los precios en ausencia de inestabilidad en la velocidad media de circulación del dinero⁴⁵.

Sin embargo, desde 1982 los procesos de innovación financiera dificultaron el control de los agregados monetarios cuya demanda ya no era tan estable y fiable como para garantizar una relación cierta con los objetivos últimos⁴⁶, por lo que se decidió volver a basar la política monetaria en el control de los tipos de interés consistentes con los objetivos últimos, aunque con una estrategia más flexible en la que los agregados monetarios también eran considerados como una variable indicativa de los riesgos de inflación⁴⁷.

Fijarse sólo en la evolución y control de los tipos de interés tiene el inconveniente de que la cantidad de dinero y consecuentemente la inflación pueden evolucionar de forma no deseada, por lo que siempre se ha prestado atención a la evolución de los agregados monetarios en mayor o menor medida. Por ello, el FOMC siguió definiendo, según las exigencias de la Ley Humphrey-Hawkins, objetivos anuales para el crecimiento de la cantidad de dinero, en concreto de M_2 y revisándolos semianualmente.

⁴⁵ *Ibidem*.

⁴⁶ Los procesos de innovación financiera provocaban inestabilidad de la demanda de dinero, dificultando el control de los agregados monetarios que por tanto dejaron de ser utilizados como objetivos intermedios. Véase MEULENDYKE, A. (1990): “*US monetary policy ...*”; *op. cit.*; pp. 222-223.

⁴⁷ Vid. HAKKIO, C. y SELLON, G. (1994): “*Monetary policy without intermediate targets: Federal Reserve policy since 1983*”. Federal Reserve System Research Department; pp. 1-10.

Desde 1995 se estableció un intervalo de crecimiento del agregado monetario M_2 ⁴⁸, cuyo fin era servir de guía a la tasa de crecimiento esperada de dicho agregado bajo supuestos de estabilidad de precios razonable y comportamiento histórico de la velocidad media de circulación del dinero⁴⁹. No obstante, desde junio de 2000, año en el que el Congreso retiró dicha exigencia, el FOMC decidió no fijar tasas ni bandas de crecimiento de ningún agregado monetario, aunque hay quien se plantea actualmente si sería constructivo para el FOMC fijar de forma voluntaria, tal y como hace el BCE, un valor de referencia en términos del crecimiento del agregado monetario, lo que por otro lado obligaría al FOMC a considerar esta variable como relevante dentro de la estrategia de su política monetaria, papel que en principio no se le quiere asignar⁵⁰.

Por otro lado, la Reserva Federal no ha estado obligada en ningún momento a la consecución de dichos objetivos, por lo que podía modificarlos si al revisarlos consideraba que no se ajustaban a la situación económica y financiera, y simplemente estaba obligada a justificar su comportamiento ante el Congreso⁵¹. Podríamos decir pues, que desde este punto de vista la variable monetaria, sin estar reconocido oficialmente, ha jugado un papel como variable de referencia respecto al comportamiento esperado de los precios en el futuro, tal y como ocurre en la política monetaria del BCE actualmente al definir el crecimiento del agregado monetario M_3 como variable de referencia⁵².

Actualmente la Reserva Federal define tres agregados monetarios básicos, M_1 , M_2 y M_3 ⁵³. El primero está formado principalmente por medios de pago, efectivo y

⁴⁸ Vid. FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (1996): “*Understanding open...*”; op. cit.; pp 1-2.

⁴⁹ Vid. MEYER, L. (2001): “Does money ...”; op. cit.; pp. 8-9.

⁵⁰ *Ibidem*.

⁵¹ Vid. FEDERAL RESERVE BOARD (1994): “*The Federal Reserve System: Purposes ...*”; op. cit.; p. 27.

⁵² Vid. RUDEBUSCH, G. y SVENSSON, L. (1999): “*Eurosystem monetary targeting: lessons from US data*”. Institute for International Economic Studies; pp. 14-18.

⁵³ Vid. FEDERAL RESERVE BOARD (1994): “*The Federal Reserve System: Purposes ...*”; op. cit.; p. 28.

depósitos a la vista; el segundo además de M_1 incorpora otros depósitos, medios de pago y pagarés a corto plazo, mantenidos por particulares y fácilmente convertibles en dinero. El tercero, además de M_2 incluye otras partidas emitidas por el sector financiero y otros instrumentos monetarios a medio plazo e incluye también títulos del mercado monetario mantenidos por inversores institucionales. También de forma adicional, se define un agregado crediticio amplio que recoge el crédito ofrecido al sector no financiero y al gobierno. En el Cuadro 6.4. podemos observar con mayor precisión estas definiciones.

Cuadro 6.4. Definición de los agregados monetarios utilizados en la política monetaria de la FED

M1	M2	M3	Crédito ofrecido a:
Efectivo en circulación y cheques de viaje	M1	M2	Gobierno Federal
Depósitos a la vista	Depósitos de ahorro y cuentas de depósito en el mercado monetario	Depósitos a largo plazo	Gobierno estatal y local
	Depósitos a corto plazo	Saldo de fondos de inversión en el mercado monetario mayorista	Empresas no financieras
	Saldo de fondos de inversión en el mercado monetario minorista	Acuerdos de recompra a plazo	Familias
	Acuerdos de recompra a un día	Eurodólares a plazo	
	Eurodólares a un día		

Fuente: FEDERAL RESERVE BOARD (1994): "The Federal Reserve System: Purposes and Functions". Washington D.C.; p. 28.

Respecto a la elección de utilizar los tipos de interés como parte de la estrategia de la política monetaria de los EE.UU., ésta se apoya en que existe una relación directa entre los cambios en los tipos de interés de los fondos federales y la cantidad de reservas bancarias existentes, lo que condiciona a su vez la cantidad de crédito y consecuentemente las decisiones de gasto del sector privado y por tanto la renta y el empleo. Además, esto permite a la política de la Reserva Federal aproximar los tipos de

interés al nivel deseado y variarlos ante cualquier desviación de forma sencilla, incluso de un día para otro, lo que le permite actuar con flexibilidad.

El inconveniente principal, en este sentido, es la incertidumbre existente respecto a cuál es el tipo de interés consistente con el logro de los objetivos últimos⁵⁴, incertidumbre debida principalmente a factores no controlables por la Reserva Federal y que también influyen en el comportamiento de los tipos de interés, como la política fiscal, la cartera de activos financieros de los agentes privados, la productividad del capital o la situación económica internacional. Además, la incertidumbre existente también respecto a la inflación futura dificulta aún más el control de los tipos de interés reales.

En este sentido, algunos autores⁵⁵ han defendido la utilización, como propugnaba Taylor⁵⁶, de una regla sencilla que determinase el nivel óptimo de los tipos de interés a corto plazo a partir del comportamiento del producto y de la inflación respecto a sus niveles potencial y objetivo. El problema de utilizar una regla estricta como ésta es que exige conocer claramente cuáles son los niveles potenciales del output y de la inflación y la Reserva Federal en este sentido no se pronuncia públicamente, porque como hemos señalado hay un grado de incertidumbre importante provocado por un conjunto de factores no controlables muy amplio⁵⁷, que en principio parecen mostrar la dificultad de utilizar una regla estricta de política monetaria.

⁵⁴ Vid. MEYER, L. (1998): “Strategy of ...”; op. cit.; p. 6.

⁵⁵ Vid. KOZICKI, S. (1999): “How useful are Taylor rules for monetary policy”, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2º trim., vol. 84, nº 2; pp. 5-33. y también MEYER, L. (1999): “New Challenges for...”; op. cit.; pp. 3-4.

⁵⁶ Vid. TAYLOR, J.B. (1996): “Policy rules as a means to a more effective monetary policy”, *Monetary and Economic Studies*, vol. 14, nº 1; pp. 28-39.

⁵⁷ Vid. MEYER, L (2000): “Structural change and monetary policy in the US”, *BIS Review*, 21/2000; pp. 1-2.

En definitiva, a pesar de las dificultades que plantea el control de los tipos de interés, la Reserva Federal ha optado por una estrategia de fijación de tipos de interés flexible en el sentido de que decide el nivel deseado de éstos a partir de un amplio conjunto de indicadores que proporcionan una información completa sobre la situación económica, monetaria y financiera del país⁵⁸. Estos indicadores abarcan desde variables indicativas del nivel de actividad o del mercado de trabajo hasta información sobre los mercados financieros, precios de activos, tipos de interés e inflación, e incluyen dentro de estos indicadores y con especial énfasis en los últimos años indicadores futuros, es decir, proyecciones respecto al comportamiento de determinadas variables que condicionan de modo especial la toma de decisiones de política monetaria⁵⁹.

Por último, hemos de señalar también en este ámbito que algunos autores defensores de la estrategia más directa hacia el objetivo de inflación, también han planteado la posibilidad de que la Reserva Federal utilizase una estrategia de este tipo⁶⁰, aunque en este caso se debería definir un solo objetivo para la política monetaria, la estabilidad de precios, y esto sólo sería posible a través de una modificación de la Ley de la Reserva Federal por parte del Congreso de los EE.UU.⁶¹. En la práctica, sin embargo, como ya sabemos, no existe tanta diferencia entre ambas estrategias, y en cuanto a los resultados conseguidos, EE.UU. ha logrado situar la inflación en un nivel consistente con el objetivo de la estabilidad de precios sin necesidad de aplicar una estrategia directa, por lo que en principio esta estrategia no ha sido seriamente considerada a pesar

⁵⁸ Vid. MEULENDYKE, A. (1990): “*US monetary policy ...*”; op. cit.; p. 224.

⁵⁹ Vid. FERGUSON, R. (1999): “Monetary policy and the outlook ...”; op. cit.; pp. 3-4.

⁶⁰ Vid. FRIEDMAN, B. y KUTTNER, K. (1999): “*A price target for U.S. monetary policy?. Lessons from the experience with money growth targets*”. NBER Working Paper nº R2091,

⁶¹ Vid. GRAMLICH, E. (2000): “Inflation targeting”, *BIS Review* 3/2000; p. 6.

de que muchos países la hayan puesto en práctica⁶², incluso a través de un enfoque más flexible que sería en cualquier caso el aplicable a los EE.UU.

6.3.3. LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LOS EE.UU.

El marco operativo de la política monetaria de la Reserva Federal se basa principalmente en influir sobre el coste o la disponibilidad de las reservas de los bancos y otras instituciones financieras a través del conjunto de instrumentos de política monetaria disponibles. A este respecto, la Reserva Federal, al igual que cualquier otro banco central, ha tenido tradicionalmente dos opciones sobre las que influir con los instrumentos, fijar la cantidad de reservas o fijar el precio de las mismas, es decir el tipo de interés de los fondos federales, que como ya se ha señalado es el tipo de interés de pedir prestado en el mercado interbancario.

A lo largo de los años se han utilizado ambas posturas⁶³. Hasta 1979 se consideraba que era mejor fijar un intervalo de variación de los tipos de interés en razón a la mayor suavidad o endurecimiento en las condiciones del mercado de reservas. A partir de ese año se prefirió fijar la cantidad de reservas más que el tipo de interés, aunque a partir de 1982 y de nuevo por factores que dificultaban el control de las variables monetarias como la innovación y desregulación financiera, ha sido preferible utilizar el control del tipo de interés de los fondos federales⁶⁴.

⁶² Vid. KAHN, G. y PARRISH, K. (1998): “Conducting monetary policy with inflation targets”, *Economic Review*, 3^{er} trim.; pp. 5-32.

⁶³ Vid. FEDERAL RESERVE BOARD (1994): “*The Federal Reserve System: Purposes ...*”; op. cit.; pp. 33-35.

⁶⁴ *Ibidem*.

En este sentido, tal y como ya se ha señalado, en las reuniones del FOMC se determina una directriz de política monetaria en términos del nivel fijado para el tipo de interés de los fondos federales, tipo al que se ha de tender en los mercados monetarios hasta la siguiente reunión del FOMC⁶⁵.

Para transmitir este tipo a dichos mercados se utilizan principalmente las operaciones de mercado abierto, que junto al coeficiente de reservas mínimas de liquidez y al tipo de descuento conforman los tres instrumentos de la política monetaria en los EE.UU. Estos tres instrumentos pueden utilizarse individualmente o de forma combinada, lo cual en cualquier caso exige coordinación entre los distintos órganos del Sistema de la Reserva Federal si se persigue una acción concreta, ya que las competencias sobre el diseño y utilización de los instrumentos por el órgano correspondiente, como a continuación veremos, son distintos⁶⁶.

6.3.3.1. Las operaciones de mercado abierto

Las operaciones de mercado abierto constituyen el principal instrumento de la política monetaria de los EE.UU. para regular las reservas líquidas del sistema bancario⁶⁷. Son operaciones por las que la Reserva Federal compra y vende activos financieros al citado sistema, generalmente títulos del Gobierno emitidos por el Tesoro, modificando de esta forma la cantidad de reservas líquidas del mismo y por tanto la

⁶⁵ Vid. COHEN, B. (1999): “*Monetary policy procedures and volatility transmission along the yield curve*”. Banco Internacional de Pagos de Basilea; pp. 2-4.

⁶⁶ Las operaciones de mercado abierto son competencia del FOMC mientras que el coeficiente de reservas es fijado por la Junta de Gobernadores, quien también debe aprobar el tipo de descuento establecido por el Banco del Sistema de la Reserva Federal correspondiente a cada distrito. Véase MEULENDYKE, A. (1990): “*US monetary policy ...*”; op. cit.; p. 16.

⁶⁷ También existen otros factores fuera de control por la FED que pueden influir en el nivel de reservas del Sistema como la cantidad de dinero en circulación, la liquidez disponible de la Reserva Federal, los balances de los bancos comerciales y de los Bancos del Sistema, etc... Véase FEDERAL RESERVE BOARD (1994): “*The Federal Reserve System: Purposes ...*”; op. cit.; p. 37.

cantidad de dinero y el volumen de crédito del sistema bancario. Una compra de títulos por parte de la Reserva Federal incrementa obviamente las reservas de éste y una venta las disminuye.

En principio, pueden ser objeto de negociación mediante operaciones de mercado abierto los activos de cualquier tipo, aunque es preferible que cumplan una serie de características con el fin de que no se produzcan distorsiones en el mercado donde se negocien y que las operaciones de mercado abierto se realicen de forma eficiente. Por ello, se persigue que los mercados de negociación de los títulos utilizados sean mercados amplios y muy activos donde las transacciones se puedan realizar rápidamente y sin problemas. En este sentido, los títulos que mejor cumplen estas condiciones son los títulos del Gobierno de los EE.UU., por lo que la mayor parte de las operaciones de mercado abierto se realizan en este mercado.

Las operaciones de mercado abierto, pueden materializarse en dos tipos de transacciones: transacciones permanentes al contado, que persiguen un efecto sobre las reservas duradero, o transacciones temporales que persiguen ajustar momentáneamente las reservas para compensar cualquier variación temporal en las mismas provocadas por factores no estrictamente monetarios, las cuales a su vez pueden ser operaciones con pacto de recompra (repos) o bien operaciones simultáneas de compra-venta. Analizamos detenidamente a continuación cada una de ellas⁶⁸.

- **Operaciones Permanentes de compra y venta simple de activos.** Son operaciones permanentes en las que se solicita a los intermediarios financieros que realicen ofertas de compra o venta de títulos en función de la intención de la Reserva Federal de inyectar o drenar liquidez. La Reserva Federal realiza estas operaciones mediante subasta, anunciando previamente

⁶⁸ *Ibidem*, pp. 38-41.

el activo financiero objeto de negociación y un precio de referencia. Las subastas se resuelven ordenando las peticiones; si es una operación de compra de menor a mayor precio y si es de venta de mayor a menor precio, y adjudicando en dicho orden hasta cubrir la cantidad de reservas deseada por el Sistema. Ocasionalmente y en el caso de drenaje de liquidez, en lugar de utilizar una subasta de venta de títulos, la Reserva Federal puede solicitar la amortización de títulos de su cartera directamente. Para realizar estas operaciones, la Reserva Federal se apoya en agencias mediadoras oficiales y bancos centrales extranjeros.

- **Operaciones con pacto de recompra.** Son operaciones temporales, generalmente de inyección de liquidez, por las que una parte compra a la otra un activo financiero con entrega inmediata y al mismo tiempo acuerdan realizar la operación contraria a un precio determinado y en una fecha futura concreta. Dicho plazo puede ser de un día o de un período mayor, siendo lo normal una semana, aunque también se puede realizar la transacción antes del plazo si la situación de las reservas que ha motivado la operación temporal lo permite. Estas operaciones también se adjudican mediante subasta e incluso los agentes mediadores pueden presentar varias ofertas a distintos tipos de interés. Para adjudicar la subasta, las peticiones se clasifican en orden descendente, aceptándose primero las peticiones de mayor tipo de interés, y así sucesivamente hasta alcanzar la cantidad de reservas deseada.
- **Operaciones simultáneas de compra-venta.** Son operaciones utilizadas para absorber liquidez del Sistema. En ella, la Reserva Federal vende un activo financiero al mediador y acuerda recomprarlo en una fecha específica, normalmente a los siete días, al mismo precio. Al igual que las operaciones anteriores, son operaciones temporales que permiten a la Reserva Federal

absorber la cantidad de liquidez deseada de forma temporal hasta el vencimiento, momento en que dicha liquidez es introducida de nuevo en el Sistema. Los títulos utilizados en este tipo de operación son títulos del Tesoro a corto plazo con vencimiento inferior a un año y nominal entre 10.000 y 1.000.000 de dólares. Las peticiones para participar en estas operaciones consisten en ofrecer un tipo de interés, adjudicándose de menor a mayor tipo de interés hasta cubrir la cantidad de reservas que se desea absorber.

La utilización de estas operaciones para influir en el volumen total de reservas no está determinada previamente según un calendario prefijado, como hemos visto que ocurre en el caso del BCE, sino que diariamente se decide qué actuaciones se quieren realizar y qué operaciones por tanto se llevan a cabo tal y como se expone a continuación.

Diariamente, dos grupos distintos del personal del Sistema de la Reserva Federal, uno en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York y el otro en la sede de la Junta de Gobernadores de Washington, preparan de forma independiente proyecciones respecto a distintos factores técnicos que puedan modificar y afectar al volumen de reservas en los próximos días. A las 11,15 hr, el director de la Cuenta de Mercado Abierto del Sistema⁶⁹ mantiene una reunión telefónica con ambos grupos y con un Presidente de alguno de los Bancos del Sistema que al mismo tiempo sea miembro del FOMC. Durante quince minutos discuten acerca de esas proyecciones, la situación de los mercados y los últimos datos de los agregados monetarios y crediticios, así como sobre las condiciones de

⁶⁹ La Cuenta de Mercado Abierto del Sistema es la cartera de activos financieros de la Reserva Federal, principalmente títulos del Gobierno, a través de la cual se realizan las operaciones de mercado abierto bajo la supervisión del Director de la cuenta.

negociación existentes en los mercados, con especial énfasis en los tipos de interés de los fondos federales en relación al tipo fijado en las directrices del FOMC.

Finalmente, a partir de toda esta información, acuerdan el programa de operaciones de mercado abierto para el día, que es comunicado tanto a los miembros del FOMC como al resto de Presidentes de los Bancos del Sistema. A continuación, dicho programa se traslada a la Oficina de Negociación Doméstica situada en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York que se pone en contacto con los *dealers* y otras agencias de negociación de títulos federales para llevar a cabo dichas operaciones y conseguir el volumen de reservas adecuado.

No obstante, últimamente algunos estudios están planteando que el simple hecho de anunciar el tipo de interés objetivo pretendido por el FOMC ya es una indicación para que los mercados actúen en un sentido u otro, consiguiendo sin necesidad de que la Reserva Federal lleve a cabo las operaciones de mercado abierto influir sobre el nivel de liquidez del Sistema y sobre el tipo de interés de los mercados monetarios en la dirección deseada⁷⁰.

6.3.3.2. La ventanilla de descuento

A través de la ventanilla de descuento la Reserva Federal concede préstamos a las entidades financieras a tipos inferiores a los tipos de mercado, es decir, de forma

⁷⁰ Véanse en este sentido dos estudios muy recientes: THORNTON, D. (2000): “*The relationship between the Federal Funds Rate and the Fed’s Federal Funds Rate Target: Is it Open Market or Open Mouth Operations?*”. Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper 022B; pp. 29-32; y JONES, G. (2001): “*Some tests for the existence of Open Mouth Operations*”. Southern Illinois University Edwardsville; pp. 16-19.

subsidiada, por lo que no se puede comparar con las facilidades permanentes del BCE⁷¹. Este instrumento persigue dos objetivos⁷²:

- a) Contribuir junto a las operaciones de mercado abierto al control del mercado de reservas líquidas día a día e instrumentar el logro de los objetivos de la política monetaria a largo plazo. En este sentido, en las últimas décadas, conforme se han ido desarrollando los mercados financieros, el papel de este instrumento ha perdido importancia en el mercado de reservas⁷³, las cuales son gestionadas principalmente a través de las operaciones de mercado abierto, siendo sólo una fracción pequeña del total de reservas líquidas proporcionadas a través de la ventanilla de descuento. No obstante, este instrumento cumple una función aún más importante al suavizar o amortiguar las fluctuaciones inesperadas que se producen diariamente en el mercado, evitando inestabilidad en el tipo de interés de los fondos federales. Además, los ajustes que se producen en el tipo de interés de descuento señalan la orientación de la política monetaria, y los cambios que se produzcan en la misma.

- b) Facilitar el ajuste de los balances de las entidades bancarias individuales que se enfrentan de forma temporal a cambios imprevistos en su cartera de activos y pasivos, función que las operaciones de mercado abierto no persiguen realizar y que también es necesaria para garantizar la estabilidad financiera del Sistema.

⁷¹ Vid. BORIO, C. (2000): “*Monetary policy operating procedures in the United States, Japan and EMU: a comparative assessment*”. Banco Internacional de Pagos de Basilea; p. 10.

⁷² Vid. FEDERAL RESERVE BOARD (1994): “*The Federal Reserve System: Purposes ...*”; op. cit.; pp. 42-43.

⁷³ Vid. MEULENDYKE, A. (1990): “*US monetary policy ...*”; op. cit.; p. 17.

Existen tres tipos de crédito utilizables en la ventanilla de descuento⁷⁴:

- a) **Crédito de ajuste**, el cual permite a las instituciones de depósito satisfacer necesidades temporales de liquidez provocadas por fluctuaciones inesperadas a corto plazo de sus activos y pasivos. Este crédito se guía por tres principios básicos:
 - Los Bancos del Sistema de la Reserva Federal proporcionan crédito a su discreción.
 - Debe existir una razón apropiada que justifique la necesidad de préstamo⁷⁵.
 - Es un préstamo en última instancia, por lo que previamente se han debido buscar otras fuentes de financiación.

- b) **Crédito estacional**, instaurado en 1973 y dirigido principalmente a pequeñas entidades de depósito que tienen dificultades para obtener fondos en los mercados monetarios nacionales. A través de este crédito, estas instituciones satisfacen sus necesidades de fondos resultantes de desequilibrios regulares o estacionales en sus préstamos y depósitos. Para poder acceder a este crédito, las entidades deben demostrar dicha necesidad de fondos de forma regular y persistente durante al menos cuatro semanas. Son créditos dirigidos principalmente a sectores específicos cuya actividad se centra en momentos concretos del año, como los bancos agrícolas.

- c) **Crédito ampliado**, el cual está dirigido a instituciones de depósito que por circunstancias excepcionales tiene una necesidad de liquidez a largo plazo.

⁷⁴ Vid. FEDERAL RESERVE BOARD (1994): “*The Federal Reserve System: Purposes ...*”; op. cit.; pp. 47-53.

⁷⁵ En este sentido, se señalan entre otras la retirada inesperada de fondos depositados, descubiertos momentáneos en la cuenta de reservas, problemas operativos fuera de control por parte de la entidad, así como los provocados por acontecimientos exteriores o desastres naturales.

Se persigue ayudar a sanear dicha situación. La entidad que solicita el crédito debe cumplir varios requisitos:

- Deben utilizarse conjuntamente todas las fuentes de financiación disponibles y diseñarse un plan para eliminar dichos problemas de liquidez.
- La entidad solicitante debe proporcionar información y datos concretos sobre su situación financiera, incluidos sus datos de préstamos y créditos.
- El crédito es concedido por la Reserva Federal en coordinación con el organismo supervisor principal de la entidad prestataria.

Además, la Ley de la Reserva Federal autoriza al Sistema a conceder préstamos a particulares, asociaciones y corporaciones bajo circunstancias “inusuales y urgentes”, aunque esta práctica raramente ha sido utilizada desde la década de los años treinta. En el mismo sentido, en 1999 y con una finalidad transitoria se estableció un crédito llamado Facilidad de Liquidez Especial, por el cual se quería ayudar a las entidades de depósito a adecuar sus condiciones de liquidez durante la transición al año 2000. Esta facilidad estuvo vigente desde el 1 de octubre de 1999 hasta el 7 de abril de 2000⁷⁶.

Por otra parte, independientemente del tipo de crédito, éstos a su vez, pueden concederse de dos formas distintas: 1) como un préstamo directo garantizado mediante colaterales o 2) mediante el descuento de un título que cumpla determinados requisitos. En este caso, la entidad que solicita el crédito transmite a la Reserva Federal el título mediante endoso y recibe el crédito en una cantidad igual al valor descontado del título al tipo de interés de descuento. A la maduración del título, el deudor recibe de nuevo el título devolviendo él el nominal íntegro del título. Actualmente el crédito concedido directamente es la práctica más frecuente.

⁷⁶ Vid. FEDERAL RESERVE BOARD (2000): “*Informe Anual 1999*”. Washington; p. 194.

En las operaciones realizadas a través de la ventanilla de descuento se aplica un tipo de interés de descuento, que es el tipo de interés al que las instituciones de depósito elegibles pueden pedir prestado fondos directamente a la Reserva Federal.

El principal tipo de interés de descuento es el tipo básico, que es un tipo inferior al tipo de mercado⁷⁷, aplicable actualmente sólo a los créditos de ajuste. Para los créditos estacionales se aplican tipos de interés próximos al mercado⁷⁸, basados en una media de los tipos de interés de los fondos federales más recientes y de los tipos de los certificados de depósitos a noventa días. En el caso de los créditos ampliados, cada Banco del Sistema de la Reserva Federal puede decidir si para créditos de este tipo menores a treinta días aplica el tipo básico o un tipo flexible por encima de los tipos de interés de mercado y siempre 50 puntos básicos por encima del tipo de los créditos estacionales, tipo que en cualquier caso siempre se aplica a los créditos ampliados a partir de los treinta días. En estos dos últimos casos los tipos de interés se calculan cada dos semanas⁷⁹. En el Cuadro 6.5. podemos observar la evolución de la estructura de los tipos de interés de descuento en los tres últimos años.

⁷⁷ Desde la década de los sesenta este tipo siempre ha sido inferior al tipo de interés de los fondos federales. Véase MEULENDYKE, A. (1990): “*US monetary policy ...*”; op. cit.; p. 17.

⁷⁸ Antes de 1990, el tipo básico de descuento también era aplicado a los créditos estacionales, siendo a partir de ese momento aplicado un tipo de mercado.

⁷⁹ Vid. FEDERAL RESERVE BOARD (1999): “*Informe Anual 1998*”. Washington; p. 110.

Cuadro 6.5. Tipos de interés de descuento
(Porcentajes a fin de año)

	Tipo de interés de créditos de ajuste	Tipo de interés de créditos estacionales	Tipo de interés de créditos ampliados		Facilidad de liquidez especial*
			Vencimiento menor a 30 días	Vencimiento mayor a 30 días	
1998	4,5%	4,85%	4,5%	5,35%	7%
1999	5%	5,70%	5%	6,20%	
2000	6%	6,45%	6%	6,95%	

* La facilidad de liquidez especial sólo se aplicó entre el 1 de octubre de 1999 y el 7 de abril de 2000.

Fuente: FEDERAL RESERVE BOARD: "Informe Anual", varios años.

El tipo de interés de descuento básico es aplicado por cada Banco del Sistema de la Reserva Federal en su distrito. Es establecido por la Junta de Directores del Banco y debe ser revisado y aprobado por la Junta de Gobernadores, que en la mayoría de las ocasiones lo hace tras las reuniones del FOMC en las que se modifican también los tipos de interés de los fondos federales, por lo que ambos tipos de interés, excepto en determinadas ocasiones, evolucionan de forma paralela. La fijación de estos tipos de interés en cada distrito es independiente, por lo que en principio no tienen porqué coincidir, aunque la integración de los mercados regionales de crédito hacia un mercado nacional ha propiciado que el tipo de interés de descuento básico se convierta en la práctica en un tipo de interés nacional, manteniendo no obstante la estructura de fijación del mismo en cada distrito por cada Banco del Sistema.

Las modificaciones en el tipo de interés de descuento básico sirven para complementar las operaciones de mercado abierto y proporcionar la orientación general de la política monetaria, esperando la reacción de los mercados financieros a los mismos, o bien respondiendo a la evolución de los tipos de interés de mercado que anticipan dichos cambios.

Por otra parte, las instituciones que pueden acceder según los criterios de elegibilidad a la ventanilla de descuento son, desde la Ley de Control Monetario de 1980, tanto las que pertenecen al Sistema de la Reserva Federal como aquellas instituciones de depósito que no perteneciendo al mismo están obligadas a cumplir el coeficiente de reservas mínimas. Se incluyen, en este sentido, los bancos privados nacionales, las oficinas y agencias de bancos extranjeros, los bancos (cajas) de ahorro, las asociaciones de ahorro y préstamo y las cooperativas de crédito⁸⁰.

Para llevar a cabo estas operaciones a través de la ventanilla de descuento, la Reserva Federal exige garantías de la operación a través de la presentación de colaterales ante el Banco de la Reserva Federal que conceda el crédito. Los colaterales o activos de garantía se mantendrán en el Banco correspondiente del Sistema, en una agencia custodia por parte de un tercero, o incluso si existe el respaldo de una situación económica y financiera saneada lo puede mantener la propia entidad que solicita el crédito.

⁸⁰ Las instituciones de depósito en EE.UU. se agrupan principalmente en bancos, incluyendo las oficinas y agencias de bancos extranjeros, cajas de ahorro y asociaciones de ahorro y préstamo, y cooperativas de crédito. Aunque hoy día todas ellas realizan todo tipo de operaciones financieras, son las entidades bancarias las que realizan el mayor número de operaciones de toma de depósitos y créditos a la clientela. Tanto las cajas de ahorro como las asociaciones de ahorro y préstamo han dirigido sus operaciones hacia la constitución de cuentas de ahorro y concesión de préstamos hipotecarios mientras que las cooperativas de crédito centran su actividad financiera a nivel regional y específico para distintos grupos de actividad económica. Respecto al acceso de estas entidades a los instrumentos de política monetaria de la FED, las entidades bancarias se han estructurado en dos grupos en función de que hayan sido autorizadas por el Gobierno Federal en cuyo caso se denominarían bancos nacionales o por las autoridades de cada estado en cuyo caso serían bancos estatales. En el primer caso, por ley todas las entidades pertenecen al Sistema de la Reserva Federal y en el segundo sólo si se solicita cumpliendo unos determinados requisitos. Tradicionalmente estaban sujetas al coeficiente de reservas mínimas y por tanto tenían acceso a la ventanilla de descuento las pertenecientes a dicho Sistema, siendo desde 1980 dicho acceso extendido a todas las entidades financieras independientemente de su pertenencia o no al Sistema de la Reserva Federal. Véase a este respecto MEULENDYKE, A. (1990): “*US monetary policy ...*”; op. cit.; p. 57-62.

6.3.3.3. El coeficiente de reservas de liquidez

El tercer instrumento de la política monetaria de la Reserva Federal consiste en la fijación de un coeficiente de reservas mínimas de liquidez por el cual las entidades financieras están obligadas a mantener una fracción o porcentaje de sus pasivos en forma de reservas, el cual no está remunerado⁸¹. La existencia de este coeficiente contribuye al desarrollo de las operaciones de mercado abierto, al garantizar una demanda de reservas más estable y predecible⁸². Al mismo tiempo, facilita el control sobre los tipos de interés a corto plazo.

Las reservas pueden ser mantenidas por las entidades financieras en forma de efectivo en sus cajas o como depósitos no remunerados en la Reserva Federal.

Respecto a las entidades obligadas al cumplimiento de este coeficiente, hasta 1980 sólo las entidades pertenecientes al Sistema eran requeridas para mantenerlo, siendo a partir de ese año con la Ley de Control Monetario cuando el grupo de entidades requeridas aumentó, al incluir a las entidades que hasta entonces no pertenecían al Sistema.

La Junta de Gobernadores es el órgano encargado de establecer el coeficiente de reservas con el propósito de instrumentar la política monetaria, aplicando dicha exigencia a todas las instituciones de depósito obligadas de forma uniforme a mantener dicho coeficiente según los distintos tipos de pasivos.

En este sentido se distinguen tres grupos cuyos coeficientes en los últimos años aparecen el Cuadro 6.6.:

⁸¹ Vid. BORIO, C. (2000): “*Monetary policy operating procedures ...*”; pp. 11-13.

⁸² Vid. COHEN, B. (1999): “*Monetary policy procedures and ...*”; op. cit.; pp. 7-9.

Cuadro 6.6. Coeficiente de reservas de liquidez aplicados desde 1998
(En millones de dólares)

Categorías de depósitos	Coeficientes aplicables	1998		1999		2000		2001	
		Volumen de depósitos	Volumen de depósitos exento	Volumen de depósitos	Volumen de depósitos exento	Volumen de depósitos	Volumen de depósitos exento	Volumen de depósitos	Volumen de depósitos exento
Depósitos a la vista	Coeficiente del 3%	0-47,8 m \$	4,7 m \$	0-46,5 m \$	4,9 m \$	0-44,3 m \$	5 m \$	0-42,8 m \$	5,5 m \$
	Coeficiente del 10%	Desde 47,8 m \$		Desde 46,5 m \$		Desde 44,3 m \$		Desde 42,8 m \$	
Depósitos a plazo	Coeficiente del 0%								
Pasivos en eurodivisas	Coeficiente del 0%								

Fuente: FEDERAL RESERVE BOARD: "Informe Anual", varios años.

- Pasivos que constituyen depósitos a la vista, a los que se les aplica un coeficiente de entre el 3% y el 10%. Anualmente la Junta de Gobernadores calcula el volumen de depósitos a los que se les aplica un coeficiente del 3%. Dicho volumen comprende los depósitos a la vista por un importe entre 0 y una cantidad calculada a partir del porcentaje de cambio que experimenta el volumen total de los depósitos a la vista mantenidos por las entidades financieras respecto al año anterior, determinado el 30 de junio de cada año. A partir de dicho volumen de depósitos se aplica el 10%. De forma adicional, desde 1982, del total de los depósitos a los que se les aplica el 3%, se determina un porcentaje exento que varía igualmente de forma anual calculado sobre el total de los pasivos⁸³.

⁸³ Vid. FEDERAL RESERVE BOARD (1999): "Informe Anual 1998"; op. cit.; p. 335.

- Pasivos que constituyen depósitos a plazo no pertenecientes a particulares a los que desde 1990 se les aplica un coeficiente del 0%.
- Pasivos en eurodivisas, a los que también se les aplica un coeficiente del 0%.

Además, el coeficiente está diseñado para intentar perjudicar menos a las instituciones financieras más pequeñas, y en este sentido se establecen excepciones; por un lado, que a una determinada cantidad de pasivos de estas instituciones sujetos al coeficiente se les aplicará un coeficiente del 0%, y por otro, que al resto de pasivos se les aplicará un coeficiente menor a los mismos pasivos en instituciones financieras más grandes⁸⁴.

También, bajo circunstancias excepcionales, la Ley de Control Monetario autoriza a la Junta de Gobernadores a establecer coeficientes de reservas suplementarios por encima de cuatro puntos porcentuales sobre los depósitos a la vista si se considera esencial para la correcta aplicación de la política monetaria⁸⁵. Estos coeficientes suplementarios serán remunerados.

En cualquier caso, el período de mantenimiento de reservas es de quince días, manteniendo la cantidad de reservas necesaria para cubrir el coeficiente en media ese período. En caso de incumplimiento existe una penalización por la cual se pagará una multa igual a la tasa de descuento más dos puntos porcentuales sobre el déficit de reservas. No obstante, está permitido compensar los excesos o defectos en el

⁸⁴ Vid. FEDERAL RESERVE BOARD (1994): *“The Federal Reserve System: Purposes ...”*; op. cit.; p. 54.

⁸⁵ E incluso la Ley de la Reserva Federal permitía también a la Junta de Gobernadores previa autorización del Congreso establecer coeficientes adicionales sobre otros tipos de pasivos por períodos mayores a 180 días.

mantenimiento del coeficiente de un período con el siguiente período con ciertos límites⁸⁶.

6.3.4. LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA POLÍTICA MONETARIA NORTEAMERICANA

Una vez analizado el diseño y la instrumentación de la política monetaria de la Reserva Federal, nos detendremos a continuación brevemente en las decisiones tomadas en este campo en los últimos años, principalmente en la determinación de los tipos de interés, porque como ya se ha señalado a lo largo de esta Tesis Doctoral, la política monetaria desarrollada por cualquier país y especialmente por los EE.UU. tiene efectos en el resto, llegando dicha influencia a condicionar de forma importante la toma de decisiones de política monetaria en terceros países. En lo que respecta al BCE, los datos relativos a las principales economías desarrolladas como EE.UU. y Japón, como ya hemos visto, son considerados indicadores dentro de la estrategia de la política monetaria única, pero en el caso concreto de los EE.UU. existe además una discusión actual en relación a si la actuación del BCE es una réplica con un cierto retardo temporal de las decisiones de la Reserva Federal⁸⁷. No obstante, las decisiones de la Reserva Federal en los últimos meses no han sido seguidas por el BCE con la misma asiduidad por lo que el debate sigue vigente a la espera de lo que ocurra en los próximos años⁸⁸.

⁸⁶ Si durante un período, una entidad genera un exceso de reservas superior al 4%, ésta puede utilizar dicho exceso para completar el coeficiente en el período siguiente. Igualmente un déficit de reservas superior al 4% en un período puede ser compensado con una cantidad de reservas excedentaria a la requerida en el período siguiente.

⁸⁷ En este sentido, si se observan las decisiones relativas a los tipos de interés en los últimos tres años, se observa que aproximadamente cinco meses después de una decisión de la Reserva Federal de modificar los tipos de interés, el BCE decide también una modificación en el mismo sentido. Véase ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2001): *“El BCE se desvincula de la FED”* disponible en <http://www.afi.es/afinet>, 29 de enero de 2001.

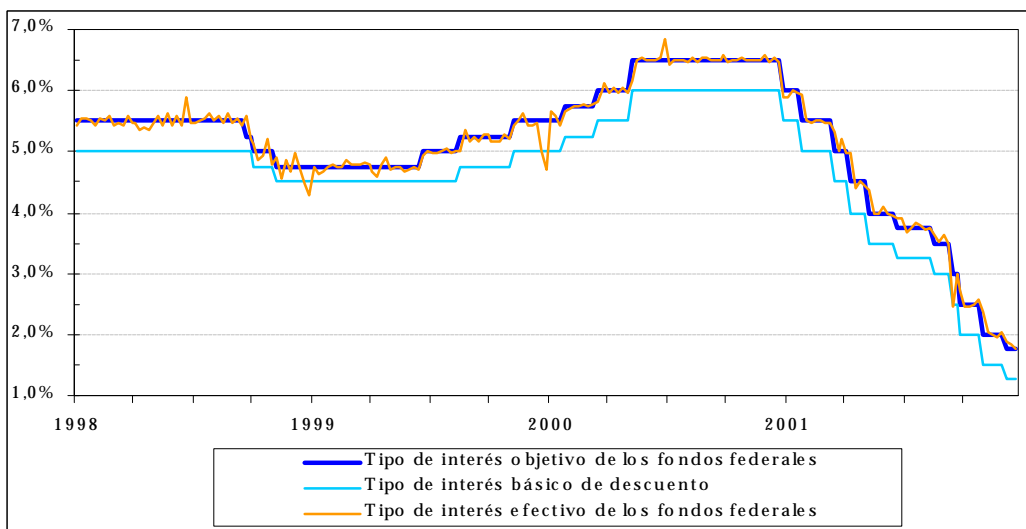
⁸⁸ En nuestra opinión, el BCE es consciente de la existencia de dicho debate, el cual puede perjudicar enormemente su grado de independencia y credibilidad, por lo que además de todos los factores tenidos en cuenta a la hora de tomar decisiones respecto a la modificación de los tipos de interés y siempre con el fin

Con el fin de analizar también la situación de partida del BCE, nos remitimos a las decisiones de política monetaria de la Reserva Federal a partir de 1998, decisiones que se pueden observar en el Gráfico 6.1.

El tipo de interés objetivo de los fondos federales, tipo que se determina en las reuniones del FOMC, se situó durante los primeros siete meses de 1998 en el 5,5%. La situación en aquel momento era de una relativa estabilidad con un crecimiento continuado que generaba empleo y la inflación en tasas reducidas. Desde agosto, las perspectivas económicas internacionales mostraban la posibilidad de un debilitamiento económico en todos los países por lo que, como la inflación estaba en niveles históricamente bajos, se decidió reducir los tipos de interés. La Reserva Federal redujo sus tipos al 5,25% en septiembre, al 5% en octubre y al 4,75% en noviembre, con una reducción total de 75 puntos básicos respecto al tipo vigente en julio⁸⁹. En las mismas reuniones del FOMC se decidió que los tipos básicos de descuento se reducirían un total de 50 puntos básicos alcanzando en noviembre de 1998 el 4,5%.

de lograr la estabilidad de precios, también considera la repercusión en la opinión pública que pueden tener dichas decisiones. Este hecho puede justificar en cierta medida que en muchas ocasiones el BCE haya adoptado una posición de total independencia, considerando sólo los riesgos para la estabilidad de precios como guía de sus decisiones de política monetaria.

⁸⁹ Vid. FEDERAL RESERVE BOARD (1999): “*Informe Anual 1998*”; op. cit.; pp.3-7.

Gráfico 6.1. Evolución de los tipos de interés oficiales de la Reserva Federal

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.federalresve.gov/release/H15>

Durante los primeros seis meses de 1999 los tipos se mantuvieron estables en las tasas anteriores reflejando las buenas perspectivas de la economía estadounidense, mejores incluso que las del año anterior, con un crecimiento muy fuerte en la productividad. Dicha expansión, sin embargo, empezó a reflejar riesgos para la inflación por lo que el FOMC decidió a lo largo del segundo semestre tres subidas del tipo de interés de los fondos federales de 25 puntos básicos cada una, en junio, agosto y noviembre hasta alcanzar el 5,5%. El tipo básico de descuento se situó en dicho momento en el 5%.

La orientación de la política monetaria durante el primer semestre de 2000 siguió las directrices de los últimos meses de 1999, ya que aunque el crecimiento era elevado y respaldado por la fuerte productividad, éste era inferior al crecimiento potencial necesario para satisfacer la creciente demanda interna, lo que seguía reflejando riesgos

para la estabilidad de precios⁹⁰. El FOMC decidió en febrero y marzo aumentar el tipo de interés 25 puntos básicos hasta el 6%; sin embargo, no fue suficiente, por lo que en mayo la decisión fue más radical al aumentar el tipo al 6,5%. Los tipos básicos de descuento aumentaron en las mismas cuantías alcanzando en mayo un nivel del 6%. A partir de ese momento, se consideró que se había alcanzado una situación sostenible y de relativa estabilidad, por lo que no hubo ninguna variación de los tipos de interés durante el resto del año.

No obstante, ya desde los últimos meses del año 2000 se observaba que la economía de los EE.UU. entraba en un ciclo recesivo con un fuerte debilitamiento de la demanda, situación que se acentuó a final de año, por lo que el 3 de enero de 2001 el FOMC decidía en una reunión extraordinaria reducir el tipo de interés al 6%. En las reuniones ordinarias de los días 31 de enero y 20 de marzo se decidió volver a reducir el tipo hasta el 5,5% y 5% respectivamente, y de nuevo en reunión extraordinaria el 18 de abril se redujo hasta el 4,5%. El 15 de mayo se redujo al 4%, el 27 de junio al 3,75% y el 21 de agosto al 3,5%, nivel existente cuando ocurrieron los atentados terroristas de Nueva York y Washington. Hasta entonces la reducción a lo largo del año había sido de 300 puntos básicos, reducción aplicada igualmente al tipo básico de descuento que se situaba en el 3%. Estas decisiones pretendieron reactivar la demanda interna debilitada ante una situación de excedentes de producción y *stocks* muy elevada, y principal amenaza al rendimiento de la economía⁹¹. Desde el punto de vista de la FED se esperaba que estas decisiones se tradujesen en un fortalecimiento de la actividad económica a lo largo del segundo semestre y especialmente a finales de año⁹².

⁹⁰ Vid. FEDERAL RESERVE BOARD (2001): “*Informe Anual 1999*”; op. cit.; pp. 3-6.

⁹¹ Vid. FEDERAL RESERVE BOARD (2001): “*Monetary Policy Report to the Congress*”, febrero y julio; pp. 1-7.

⁹² Vid. GREENSPAN, A (2001): “La Reserva Federal no es Dios”, *El Mundo*, 27 de mayo de 2001.

Un hecho totalmente inesperado como los atentados terroristas del 11 de septiembre acentuaron la situación recesiva al generar incertidumbre y confusión en toda la sociedad norteamericana con especial énfasis en los mercados financieros, situación que se trasladó al resto de la economía internacional.

La Reserva Federal decidió el 17 de septiembre de forma extraordinaria una reducción de medio punto en el tipo de interés hasta el 3% y posteriormente en la reunión del FOMC del 2 de octubre una reducción adicional de igual cuantía hasta el 2,5%. Estas decisiones pretendían restablecer la confianza de la sociedad en general, y del consumidor y del empresario en particular, ya que se observaba una fuerte debilidad en la actividad económica. De forma adicional, la FED se comprometió a facilitar toda la liquidez necesaria a los mercados financieros hasta que estos recuperasen su funcionamiento habitual, y realizó operaciones concertadas con otros Bancos Centrales con este mismo objetivo.⁹³

No obstante, la situación no se normalizó inmediatamente por lo que el 6 de noviembre el FOMC decidió una nueva bajada del tipo de interés de los fondos federales hasta el 2%. El 11 de diciembre redujo nuevamente el tipo un cuarto de punto hasta el 1,75%, nivel históricamente bajo. El tipo básico de descuento se ha reducido en las mismas cuantías que el tipo de interés de los fondos federales situándose a finales de 2001 en el 1,25%.

Todas estas decisiones relativas a los tipos de interés, si embargo, también han sido coherentes con los objetivos de la política monetaria, al pretender recuperar y alcanzar una senda de crecimiento estable sin inflación⁹⁴.

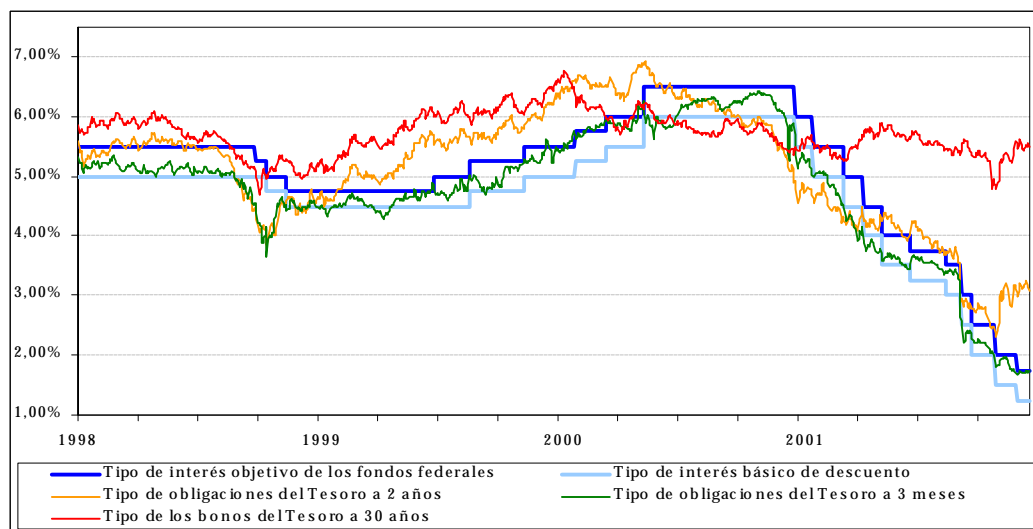
⁹³ Vid. FEDERAL RESERVE BOARD (2001): “*Press Release*”, 17 de septiembre disponible en <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Press/General/2001/20010917>

⁹⁴ *Ibidem*.

El tipo de interés efectivo de los fondos federales es el tipo del mercado interbancario que, como se observa en el Gráfico 6.1., prácticamente refleja a lo largo de todo el período la evolución de los tipos de interés oficiales.

Por último, señalemos que al analizar la percepción de los mercados financieros sobre la situación de la economía estadounidense a través de la evolución de los tipos de interés de títulos emitidos por el Tesoro a distintos plazos, observamos igualmente que los mercados han anticipado correctamente las decisiones del FOMC e incluso en numerosas ocasiones han fomentado las mismas, en mayor medida cuanto mayor es el plazo de maduración del título, como se observa en el Gráfico 6.2. Evidentemente, desde septiembre de 2001 los tipos de interés de los títulos a largo plazo no reflejan las reducciones de los últimos meses, poniendo de manifiesto que los tipos de interés existentes en el último trimestre de 2001 se encontraban en niveles históricamente bajos, que aumentarían de nuevo en cuanto se observasen signos de recuperación.

Gráfico 6.2. Evolución de los principales tipos de interés de la Deuda Pública en los EE.UU.



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.federalresrve.gov/release>

CAPÍTULO 7

EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

ÍNDICE DEL CAPÍTULO 7

CAPÍTULO 7

EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

7.1. INTRODUCCIÓN

**7.2. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL SEBC
CON LA POLÍTICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL DE LOS
ESTADOS UNIDOS**

7.2.1. Aspectos referidos a la institución monetaria

7.2.2. Aspectos referidos al objetivo de la política monetaria

7.2.3. Aspectos referidos a la estrategia de la política monetaria

7.2.4. Aspectos referidos a la instrumentación de la política monetaria

7.2.5. Conclusiones

**7.3. UNA REGLA DE TIPO DE INTERÉS PARA EL BANCO CENTRAL
EUROPEO**

7.3.1. Una regla de política monetaria: La regla de Taylor

7.3.2. Resultados del análisis

**7.4. LA EFICACIA EN LA CONSECUCCIÓN DEL OBJETIVO DE LA
ESTABILIDAD DE PRECIOS**

7.4.1. Convergencia y dispersión en las tasas de inflación entre los países de la UEM

7.4.2. El comportamiento de distintos grupos de consumo como limitación a la
eficacia de la política monetaria única

7.4.3. La eficacia de la política monetaria del BCE en relación a la política monetaria
de la FED

7.5. LOS COSTES DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

7.1. INTRODUCCIÓN

Una vez que ha sido analizado el diseño e instrumentación de la política monetaria única a lo largo de los capítulos anteriores, y conocida también la actuación de la Reserva Federal norteamericana, la pretensión en este nuevo capítulo de nuestra Tesis Doctoral es ofrecer una evaluación de dicha política monetaria desde distintos puntos de vista.

Principalmente, este capítulo pretende ser una aportación entusiasta al conocimiento de la política monetaria de la UEM, ofreciendo de forma empírica una valoración de la misma a lo largo de los tres últimos años, señalando su éxito o fracaso, así como los aspectos críticos que se deben potenciar o tratar de mejorar; y lo decimos así, porque la experiencia es relativamente pequeña, y por tanto insuficiente para poder ofrecer unas conclusiones inequívocas y definitivas respecto a la evaluación de dicha política monetaria, en el sentido de si en última instancia esta política monetaria única es eficaz en el logro del objetivo prioritario del SEBC de conseguir la estabilidad de los precios.

Debido principalmente a esta dificultad y en un intento de realizar un estudio sencillo pero amplio de dicha eficacia, utilizaremos distintos instrumentos de análisis, con el objetivo de obtener unos resultados coherentes y pretendidamente compatibles entre las distintas perspectivas expuestas.

Para realizar dicha evaluación trataremos en concreto de responder a las cuatro preguntas siguientes:

1. ¿Tiene el BCE una estrategia de política monetaria claramente definida?.
2. ¿La estrategia definida públicamente es la estrategia realmente utilizada en la práctica?.

3. ¿La política monetaria única consigue alcanzar el objetivo de la estabilidad de precios?
4. ¿A qué coste se consigue dicho objetivo, o lo que es lo mismo, a qué ha debido renunciar la política monetaria única para poder conseguir el objetivo?

Para responder a la primera pregunta trataremos de realizar un análisis comparativo de la política monetaria de la UEM con la política monetaria de los EE.UU., analizada en el capítulo anterior. Como ya ha quedado suficientemente expuesto, las similitudes entre ambas áreas son importantes, pudiendo realizar dicho análisis desde la perspectiva de que la política monetaria de los EE.UU. tiene una experiencia de muchos años frente a la política monetaria única.

La segunda pregunta intenta justificar la actuación del BCE en la práctica, a partir del análisis empírico y siguiendo a algunos autores que han planteado que el BCE utiliza algún tipo de regla monetaria no anunciada explícitamente para tomar las decisiones respecto a los tipos de interés.

En tercer lugar, pretendemos determinar si la política monetaria única consigue o no el objetivo de la estabilidad de los precios, para el cual está diseñada. Para ello realizamos un análisis *shift-share* que permita determinar hasta qué punto la política monetaria del área es lo suficientemente eficaz en el logro del objetivo.

Por último, pero no menos importante, al plantearnos dicha evaluación no podemos olvidarnos de los costes implícitos que ha supuesto la puesta en marcha de dicha política monetaria, y que han de ser tenidos en cuenta si queremos que nuestro análisis sea lo suficientemente completo.

7.2. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL SEBC CON LA POLÍTICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL DE LOS ESTADOS UNIDOS

Tal y como se ha expuesto en el capítulo anterior, existen numerosas similitudes entre el BCE y la Reserva Federal de los EE.UU. que permiten realizar una comparación entre ambos bancos centrales, no sólo respecto a la organización institucional de ambos, sino también entre las políticas monetarias diseñadas y aplicadas por cada uno de ellos. Este análisis comparativo, recogido resumidamente en el Anexo 7 de esta Tesis Doctoral, se quiere utilizar para evaluar la política monetaria de la zona euro a partir de sus similitudes y diferencias con la política monetaria de los EE.UU., la cual ha gozado tradicionalmente de una credibilidad muy amplia en su utilización como instrumento para conseguir los objetivos finales previamente fijados. La eficacia de la política monetaria de la Reserva Federal, principalmente desde la llegada a la misma de A. Greenspan en 1987, está fuera de toda duda, no habiendo generado críticas excesivas a lo largo de su experiencia.

Por esta razón, y por la similitud existente entre ambas áreas en relación al volumen de comercio mundial y su importancia en la evolución económica y financiera internacional, planteamos este estudio comparativo, señalando al mismo tiempo las críticas que desde diferentes ámbitos se han hecho al BCE como condicionantes importantes de la eficacia de su política monetaria.

El citado Anexo 7 recoge los principales aspectos relativos a la política monetaria única agrupados en cuatro categorías: en primer lugar, los referidos a la institución monetaria y sus características; en segundo lugar, los referidos a la elección y diseño del objetivo de la política monetaria; a continuación, los aspectos relativos al diseño de la estrategia de la política monetaria y por último, los relativos a la

instrumentación de la misma. Vamos a continuación a destacar los más relevantes de cada grupo para nuestro análisis.

7.2.1. ASPECTOS REFERIDOS A LA INSTITUCIÓN MONETARIA

Al analizar la institución responsable de la política monetaria y sus principales características, podemos observar que ambos bancos centrales están estructurados de forma similar, con participación, a nivel descentralizado, de los bancos centrales de cada uno de los Estados miembros pertenecientes a la UEM en el BCE, y de los de cada distrito en la Reserva Federal.

No obstante, la consideración de todos los miembros a la hora de tomar decisiones de política monetaria no tiene el mismo valor, ya que al contabilizar los votos asignados para la toma de decisiones, en el BCE cuentan con más votos los BCNs que los miembros representantes estrictamente de la institución, es decir los seis miembros del Comité Ejecutivo, mientras que en la Reserva Federal ocurre lo contrario¹. Este hecho provocó que el BCE desde sus comienzos pusiese mucho énfasis en que las decisiones se debían tomar desde la perspectiva del área en su conjunto y no de los distintos Estados individualmente considerados. Aunque parece que la experiencia en este sentido confirma este hecho, también se podría tratar de asignar un mayor peso en la toma de decisiones al Comité Ejecutivo sin que esto supusiese problemas².

Igualmente, también se critica en este sentido la falta de transparencia del BCE al no publicar ni las actas de las reuniones ni los votos individuales de cada miembro en la

¹ Vid. DUISENBERG, W. (1997): “*Comparisons between the structure and methods of the ESCB and the US Federal Reserve System*”, BIS Review, nº 46; pp. 1-3.

² El Tratado de Niza apunta posibilidades para intentar cambiar el procedimiento de voto en el Consejo de Gobierno. Véase ELIAS, J. (director) (2001): “*El euro: balance de los tres primeros años*”. Servicio de Estudios de La Caixa; p. 53.

toma de decisiones, lo que sí se hace en los EE.UU.³. Existe una prohibición explícita en el TUE en este sentido, aunque sí se permite publicar los resultados de las deliberaciones, es decir, las decisiones de política monetaria. Si el BCE quiere reforzar su transparencia y credibilidad debería plantearse una modificación en el Tratado y publicar las actas de las reuniones del Consejo de Gobierno, aunque sea con cierto retraso para evitar las especulaciones de los agentes económicos, publicando también los votos en la toma de decisiones. Sin embargo, este último aspecto exige cautela ya que su objetivo debe ser transmitir la postura del BCE en las decisiones de política monetaria, evitando que el público conozca si existen posturas demasiado contrarias o incluso conflicto entre sus miembros⁴, lo que podría afectar a su reputación como institución. En este sentido, la Reserva Federal tiende a consensuar las decisiones de política monetaria en torno a la postura de su Presidente⁵.

A pesar de lo anterior también podemos señalar que la transparencia ha sido reforzada tras la publicación desde diciembre de 2000 de las proyecciones del BCE respecto al comportamiento de las principales variables económicas, incluida la inflación. Además, en julio de 2001 el Parlamento Europeo aprobó una resolución a favor de que el BCE publicase un resumen de las diferentes posiciones surgidas en las reuniones del Consejo de Gobierno y del resultado final de la votación para cada una de dichas posiciones, pero manteniendo el anonimato de los miembros⁶.

³ Vid. SVENSSON, L. (1999): “*Monetary policy issues for the Eurosystem*”, NBER, Working Paper 7177, junio; p. 1; y DUISENBERG, W. (1997): “*Comparisons between the structure ...*”; op. cit.; p. 2.

⁴ Vid. SVENSSON, L. (1999): “*Monetary policy issues ...*”; op. cit.; pp. 42-44.

⁵ No obstante, esta situación también ha sido objeto de crítica en los EE.UU., al ser la postura de Greenspan la que prevalece en la mayoría de las ocasiones, ya que éste busca el apoyo a sus decisiones por parte del resto de miembros del FOMC. Véanse en este sentido las discusiones planteadas en el FOMC analizadas detenidamente en el libro de WOODWARD, B. (2001): “*Greenspan. Alan Greenspan, Wall Street y la economía mundial*”. Ed. Península. Barcelona.

⁶ Vid. ELIAS, J. (director) (2001): “*El euro: balance de los ...*”; op. cit.; p. 57.

Por otro lado, a lo largo de su existencia, el BCE ha recibido numerosas presiones por parte tanto del sector privado como por parte de algunos Estados miembros o incluso organismos comunitarios. Estas presiones se han centrado principalmente en las decisiones de variación de los tipos de interés, pero incluso se han llegado a demandar actuaciones del BCE para influir en la cotización del euro frente a otras monedas, de modo particular, el dólar⁷. La mayor parte de estas presiones, sin embargo, han estado motivadas por las continuas decisiones respecto a los tipos de interés tomadas por la Reserva Federal, en un intento de mantener el diferencial de tipo de interés entre ambas áreas y tener una evolución parecida⁸.

El BCE, en un intento de mantener y reforzar su independencia, tanto respecto a dichas presiones como a las decisiones de la Reserva Federal, en muchas ocasiones no ha reaccionado y cuando lo ha hecho, ha tratado de justificar sus decisiones al margen de las mismas, sin que los agentes privados considerasen dicha justificación suficiente⁹. Este hecho pone en peligro la credibilidad y reputación del BCE, por lo que debería tratar de ser más coherente con las decisiones que toma en cada momento¹⁰, justificándolas de forma consecuente con su estrategia de política monetaria.

Por último, respecto al control existente a la actividad del BCE, éste ha pretendido dar a conocer públicamente todos los aspectos que cree necesarios para poder ser evaluado por parte del sector privado, los gobiernos de los Estados miembros y las instituciones comunitarias. En este sentido, sin que exista un mandato expreso respecto

⁷ Vid. WYPLOSZ, Ch. (2001): “*The FED and the ECB: Briefing notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*”, Graduate Institute of International Studies, Geneva y CEPR; pp. 2-4.

⁸ Vid. CANO, D. (2001): “*El BCE se desvincula de la FED*” disponible en la dirección <http://www.afi.es/afinet/s.../DocumentAbajo.asp?IDText=27378>.

⁹ Vid. SVENSSON, L. (2001): “*The FED does not provide the solution to the Eurosystem’s problems*”, IIEE, mayo; pp. 2-3.

¹⁰ Vid. DE LA DEHESA, G (2001): “*Briefing Paper to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*”, en la dirección <http://www.obce.org>.

al grado de rendición de cuentas, el BCE ofrece amplia información sobre la toma de decisiones y los efectos de las mismas por escrito a través de sus Boletines mensuales e informes periódicos, pero también de forma oral mediante las comparecencias anuales ante los organismos comunitarios. No obstante, al contrario que el Congreso de los EE.UU., el Parlamento Europeo, en ningún caso puede modificar el contenido de la ley que regula la actividad del BCE, ni vetar sus decisiones¹¹, por lo que dicha rendición de cuentas se interpreta más como un deseo del BCE de mostrarse responsable en sus decisiones de política monetaria que como un temor al castigo por incumplir sus obligaciones.

7.2.2. ASPECTOS REFERIDOS AL OBJETIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA

Respecto a la definición del objetivo de la política monetaria, por parte del BCE se han planteado numerosas críticas, en gran medida por su falta de concreción. Al comparar con la definición del objetivo de la política monetaria que hace la Reserva Federal se observa que a priori éste no está definido de forma explícita y aunque existe un mandato dual, que puede incluso plantear conflictos, su logro está sujeto en gran medida a la discrecionalidad de la Reserva Federal. Sin embargo, este hecho no se critica por ser éste un banco central con una extensa trayectoria que goza de fuerte credibilidad en la conducción de la política monetaria y que es considerado bastante eficaz en el logro de los objetivos, por lo que la falta de definición de los mismos no es considerada preocupante. Al no existir una definición expresa de los objetivos, no hay forma de establecer ningún ancla nominal respecto al valor de los mismos¹², por lo que la valoración en la actuación de la FED también es más difícil¹³.

¹¹ Vid. DUISENBERG, W. (1997): “*Comparisons between the structure ...*”; op. cit.; p. 2.

¹² Vid. SVENSSON, L. (2001): “*The FED does not provide ...*”; op. cit.; p. 3.

¹³ Vid. WYPLOSZ, Ch. (2001): “*The FED and the ECB: Briefing ...*”; op. cit.; p. 5.

En cambio, en el caso del BCE, la falta de experiencia en su actuación, y por tanto la dificultad para medir su eficacia, han puesto en duda la posibilidad de conseguir el objetivo establecido, más aún si éste no está claramente definido.

Desde el punto de vista del BCE dicha definición sí existe, y es clara y precisa, pero al analizarla detenidamente adolece de algunos fallos que hay que tener en cuenta.

De la definición de la estabilidad de precios como un incremento del IAPC inferior al 2% se deduce que la estabilidad de precios no se alcanza en un valor concreto, sino en un intervalo, cuyo límite superior es el 2%; el límite inferior no se señala por lo que en principio la definición es asimétrica¹⁴, aunque el BCE admite que tiene que existir una cierta tasa de inflación positiva motivada por los sesgos inflacionistas que puedan existir. Las críticas en este sentido, se concretan en que dicha banda es demasiado amplia y puede generar confusión respecto a cuál sería teóricamente el nivel de inflación que se corresponde con la estabilidad de los precios. Es una definición demasiado ambigua que dificulta la formación de expectativas inflacionistas por parte de los agentes económicos¹⁵.

El BCE en este sentido y a pesar de la definición, parece que considera que el nivel óptimo de inflación debería ser el 1,5%, calculado a partir de la ecuación de cambios de Fisher y del nivel de referencia del agregado monetario M_3 , en el que nos detendremos posteriormente¹⁶. Incluso, se puede considerar que en ocasiones dicho nivel

¹⁴ Vid. SVENSSON, L. (2001): “*The FED does not provide ...*”; op. cit.; p. 1.

¹⁵ Vid. GALÍ, J. (2001): “*Monetary policy in the early years of EMU*”, Centre de Recerca en Economia Internacional, Universitat Pompeu Fabra; pp. 9-10.

¹⁶ A través de la ecuación de cambios de Fisher como ya se ha visto, el BCE determina el valor de referencia del 4,5% para el crecimiento de M_3 , partiendo de los supuestos de estabilidad de precios en una tasa de crecimiento del IAPC inferior al 2%, de crecimiento del PIB real entre el 2 y el 2,5% y de disminución de la velocidad media de circulación del dinero entre el 0,5 y el 1%. Si consideramos por tanto que el valor de referencia es el 4,5% y partimos de los supuestos de crecimiento del PIB real y de disminución de la velocidad media de circulación del dinero, los valores que se obtienen correspondientes a la estabilidad de precios se sitúan entre el 1% y el 2%, siendo el valor medio el 1,5%, que parece que es

es el 1%, que sería la media entre los límites de 0 y 2%¹⁷. De esta forma, se está considerando implícitamente que el límite inferior es bien 1% o bien 0, y el nivel óptimo la media entre ambos límites.

Si esto es realmente así, hubiese sido más correcto fijar el concepto de la estabilidad de precios directamente en un incremento del IAPC del 1 ó 1,5%, con un intervalo de error del +/-1% ó +/-0,5%, con el fin de reforzar la transparencia del BCE. Además, desde finales de 2000 y debido al alejamiento continuado del objetivo de la estabilidad de precios, hay quien ha planteado una revisión en la definición del valor del mismo, es decir una modificación en el límite superior del 2%¹⁸, lo cual desde nuestro punto de vista no tiene justificación si lo que se pretende también es reforzar la credibilidad del BCE, ya que se transmitiría que éste no es capaz de actuar eficientemente para lograr el objetivo fijado y puede modificarlo arbitrariamente a su voluntad.

Por otro lado, también se critica el horizonte temporal para el que está definido el objetivo de la estabilidad de precios; parece que en la práctica éste no es operativo al considerar que el objetivo se pretende alcanzar en el medio plazo, sin definir estrictamente lo que se considera medio plazo. Por parte del BCE se justifica este horizonte porque a corto plazo puede existir cierta volatilidad en los precios fuera de control por parte de la política monetaria que desvirtuaría la valoración del objetivo. Por su parte, los críticos a este planteamiento objetan que no se concreta qué se entiende por corto y medio plazo, si es un año, un año y medio o dos años¹⁹, y además si el objetivo

el que considera el BCE. Véase a este respecto GUFFENS, D. (2000): "Some critical reflections on the ECB, with reference to the Bank of England and the US Federal Reserve", *Revue de la Banque* nº 2/3; p. 99.

¹⁷ Vid. SVENSSON, L. (1999): "*Monetary policy issues ...*"; op. cit.; p. 27.

¹⁸ Vid. HORN, G. (2001): "*An analysis of the ECB's monetary strategy and its contribution to growth and employment*", Briefing Paper, DIW Berlín, febrero; p. 3.

¹⁹ Vid. SVENSSON, L. (1999): "*Monetary policy issues ...*"; op. cit.; p. 27.

se pretende alcanzar en el medio plazo, a corto plazo se podría considerar también alcanzar un cierto nivel de renta o producto o nivel de empleo compatible con el logro del objetivo de la estabilidad de precios a medio plazo²⁰; el BCE en este sentido no se ha pronunciado respecto a la posibilidad de alcanzar claramente algún otro objetivo²¹, tal y como ocurre en los EE.UU.²².

7.2.3. ASPECTOS REFERIDOS A LA ESTRATEGIA DE LA POLÍTICA MONETARIA

El diseño de la estrategia de política monetaria también presenta elementos muy dispares entre el BCE y la Reserva Federal. Al mismo tiempo es el aspecto que más críticas ha planteado por parte de los estudiosos de la política monetaria, siendo continuamente debatido en un gran número de foros dentro y fuera de la UEM.

En principio, la Reserva Federal no tiene una estrategia claramente definida como tal que sea transmitida al público y que por tanto sea comprensible por parte de éste. No lo considera necesario para que su política monetaria sea más eficaz, puesto que simplemente se plantea los objetivos a alcanzar, analiza detenidamente toda la información relevante disponible y a partir de ella toma las decisiones respecto al tipo de interés de los fondos federales, que está señalado como la variable operativa sobre la que actuar. El grado de discrecionalidad obviamente es muy grande.

²⁰ Vid. GALÍ, J. (2001): “*Monetary policy in the ...*”; op. cit.; pp. 3-4 y SVENSSON, L. (1999): “*Monetary policy issues ...*”; op. cit.; pp. 12-14.

²¹ El TUE define también en su artículo 105 que el BCE deberá apoyar las políticas económicas generales de la Comunidad, lo cual ha sido interpretado por el BCE en un sentido muy ambiguo, sin concretar ningún objetivo a corto plazo, como pudiera ser un determinado nivel de *output gap* o brecha de producción.

²² Vid. DUISENBERG, W. (1997): “*Comparisons between the structure ...*”; op. cit.; p. 1.

En cambio, el BCE con el objeto de reforzar su credibilidad y transparencia se ha esforzado en diseñar y transmitir su estrategia de política monetaria, basada en dos pilares, que incluso algunos autores consideran como objetivos intermedios²³, y aunque todos los elementos de la misma son perfectamente conocidos, en la práctica se piensa que la estrategia no es operativa. Asignar un papel relevante al agregado monetario M_3 es algo que a pesar de los intentos del BCE por justificarlo muchos analistas critican, al considerar que los agregados deberían jugar el mismo papel que el resto de variables analizadas en el segundo pilar²⁴.

El papel destacado del agregado implica que el BCE debe ser capaz de controlar la oferta monetaria a partir de las variaciones de los tipos de interés, y por otro lado, la oferta monetaria debe ser un determinante principal en la inflación futura, es decir, un indicador adelantado de ésta y motivar por tanto decisiones sobre los tipos de interés, lo cual tampoco ha ocurrido en la corta experiencia del BCE²⁵. Respecto al segundo pilar, la opinión generalizada es que toda la información considerada debería permitir al BCE elaborar predicciones de inflación futura que guiasen las decisiones de política monetaria, a partir de las desviaciones entre la tasa de inflación objetivo y las predicciones de inflación futura obtenidas²⁶. Precisamente, esto es lo que ha pretendido evitar el BCE al señalar que las predicciones de inflación futuras propias son un

²³ Vid. HORN, G.(2001): “*FED versus ECB monetary strategy*”; DIW Berlin, mayo; p. 2.

²⁴ Los principales aspectos críticos se centran en: 1) la debilidad a corto plazo de la relación entre crecimiento monetario e inflación; 2) un objetivo de crecimiento monetario puede provocar fluctuaciones innecesarias en el producto y la inflación en un entorno de inestabilidad de la demanda de dinero; 3) la coexistencia de dos pilares que produce confusión en el público; 4) una estrategia directa hacia el objetivo de inflación efectiva o esperada es más transparente y fácilmente comprensible; y 5) en muchas ocasiones el BCE parece que no tiene en cuenta la evolución del agregado monetario para su toma de decisiones. Véase a este respecto GALÍ, J. (2001): “*Monetary policy in the ...*”; op. cit.; pp. 14-15.

²⁵ Ninguna de las decisiones de política monetaria del BCE tomadas hasta ahora se ha guiado exclusivamente por el comportamiento de los agregados monetarios, por lo que de hecho su observación juega el mismo papel que el resto de indicadores. El BCE podría haber simplificado mucho más la estrategia definiendo un único pilar que contuviese toda la información analizada para la toma de decisiones. Véase a este respecto SVENSSON, L. (1999): “*Monetary policy issues ...*”; op. cit.; pp. 25-26.

²⁶ Vid. GUFFENS, D. (2000): “*Some critical reflections ...*”; op. cit.; p. 100.

indicador más que se analiza junto al resto, pero al que no se le otorga ningún papel destacado²⁷.

De esta forma, es la observación del comportamiento de todas las variables de forma conjunta y no aislada, la que determina las decisiones de política monetaria. En última instancia, el grado de subjetividad al realizar dicha observación será el que marque las decisiones sobre los tipos de interés. El tipo de interés no está definido de forma explícita por parte del BCE como variable operativa, aunque en la práctica se comporta como tal, siendo el tipo de interés relevante el de las operaciones principales de financiación.

Por otro lado, hay autores que plantean que el BCE se está comportando como si estuviese utilizando una estrategia directa hacia el objetivo de inflación, por lo que debería abandonar totalmente su estrategia en dos pilares y anunciar una nueva estrategia dirigida directamente a la consecución del objetivo de estabilidad de precios²⁸.

Por último, tanto en el caso del BCE como en el de la Reserva Federal se han planteado dudas respecto a si en la práctica se utiliza algún tipo de función de reacción o regla de comportamiento, que determine el nivel óptimo de los tipos de interés, controlados por ambos bancos centrales. Tanto la FED como el BCE no se han pronunciado de forma explícita al respecto, aunque evidentemente también han entrado en el debate respecto a la utilidad de dichas reglas²⁹. Si así fuese, dicha función de reacción, aún siendo muy compleja simplificaría en exceso el proceso de toma de

²⁷ Vid. SVENSSON, L. (1999): “*Monetary policy issues ...*”; op. cit.; pp. 15-16.

²⁸ Vid. ALESINA, A., BLANCHARD, O., GALÍ, J., GIAVAZZI, F. y UHLIG, H. (2001): “*Monitoring the European Central Bank 3: Defining a macroeconomic framework for the euro area*”, CEPR, marzo; pp. 2-5.

²⁹ Vid. BCE (2001): “Cuestiones relativas a las reglas de política monetaria”, *Boletín Mensual*, octubre; pp. 41-55.; MEYER, L. (2001): “Comparative central banking and the politics of monetary policy”, *BIS Review* nº 43; pp. 1-2; y WYPLOSZ, Ch. (2001): “*The FED and the ...*”; op. cit.; pp. 8-9.

decisiones sin dejar margen a la discrecionalidad, por lo que nuestra opinión es que en la práctica no se utiliza de forma exclusiva, aunque sí es posible como trataremos de analizar en un próximo epígrafe que dicha función exista y sea utilizada como un referente adicional para la toma de decisiones.

7.2.4. ASPECTOS REFERIDOS A LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Al analizar comparativamente los aspectos relativos a la instrumentación de la política monetaria en la UEM y en los EE.UU., hay que señalar en primer lugar que las diferencias no son tan relevantes como las anteriormente consideradas, ya que la instrumentación va a depender más del funcionamiento de los sistemas financieros propios que de la eficacia en la propia instrumentación de la política monetaria por parte de un país. Por otro lado, debido a este hecho, apenas se han realizado críticas a los aspectos de instrumentación de la política monetaria única.

No obstante, sí existe una diferencia clara entre ambas formas de instrumentar la política monetaria, ya que en la UEM ésta se realiza de forma descentralizada, al ser los BCNs responsables de la misma, mientras que la Reserva Federal instrumenta su política monetaria a través de la Reserva Federal de Nueva York, organismo especializado en la ejecución de las operaciones de mercado abierto. En el caso de la UEM tanto sus BCNs como sus mercados financieros tienen una amplia tradición, por lo que una instrumentación centralizada carecería de sentido a no ser que existiese un mercado financiero único totalmente integrado, lo cual todavía no se ha logrado³⁰.

La instrumentación en los EE.UU. consiste en anunciar un tipo de interés objetivo para los fondos federales que se transmite al mercado monetario a través de las

³⁰ Vid. DUISENBERG, W. (1997): “Comparisons between the structure ...”; op. cit.; p. 3.

operaciones de mercado abierto³¹; en cambio, en la UEM, el BCE anuncia el tipo de interés mínimo³² de las operaciones principales de financiación que condicionará los tipos resultantes en el mercado monetario, pero sin que éste se convierta en un objetivo propiamente dicho. En cualquier caso, no hay duda de que se transmite una señal clara y específica respecto a cuál debe ser el tono de la política monetaria³³.

Por otro lado, el BCE se caracteriza por tener a su disposición un amplio conjunto de instrumentos para llevar a cabo sus operaciones de mercado abierto, de las cuales las más importantes son las operaciones principales de financiación que realiza semanalmente. La Reserva Federal, por su parte, utiliza un conjunto de instrumentos muy reducido pero al contrario que el BCE realiza las operaciones de mercado abierto diariamente.

Además, el BCE se apoya para realizar su gestión de liquidez en las facilidades permanentes, operaciones que realiza para inyectar o drenar liquidez diariamente al final del día. De forma similar, pero con carácter excepcional, la Reserva Federal pone a disposición de las entidades la ventanilla de descuento, actuando de esta forma como prestamista en última instancia.

Respecto a las entidades de contrapartida que participan en estas operaciones, en la UEM su número es muy amplio, incluso en algunas ocasiones para determinadas operaciones hay una necesidad de restricción por parte del BCE basada en características aún más exigentes que reduzcan su número, mientras que en el caso de los EE.UU.

³¹ Vid. BORIO, C. (2000): "Monetary policy operating procedures in the United States, Japan and EMU: A comparative assessment"; ECB Conference on "*The operational framework of the Eurosystem and Financial markets*", Francfort; p. 8.

³² Así es desde junio de 2000, en que los cambios introducidos para evitar los problemas de sobrepuja surgidos convirtieron el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, que hasta entonces era un valor orientativo para el comportamiento de los tipos en el mercado, en un tipo mínimo.

³³ Vid. BORIO, C. (2000): "Monetary policy operating procedures ..."; op. cit.; pp. 8-9.

dicho número es bastante reducido, existiendo apenas 30 entidades que pueden participar en las operaciones de mercado abierto. Lo mismo ocurre respecto a los activos de garantía utilizados, ya que en la UEM éstos son muy numerosos estando agrupados incluso en dos listas distintas, mientras que en EE.UU. su número es muy reducido para las operaciones de mercado abierto, ampliándose considerablemente en la ventanilla de descuento.

Por último, respecto al establecimiento de un coeficiente de reservas mínimas de liquidez, parece que en los EE.UU. en la práctica es menos efectivo que en la UEM³⁴, debido a la arbitrariedad en los porcentajes en función del tipo de depósitos y al período de cómputo del mismo que es quincenal. En cambio, en la UEM las entidades pueden ajustar sus necesidades o excesos de liquidez perfectamente a lo largo de un mes, siendo en los últimos días del período cuando se produce un mayor movimiento en este sentido.

7.2.5. CONCLUSIONES

Al analizar conjuntamente las políticas monetarias del BCE y de la Reserva Federal de los EE.UU., podemos señalar que hay diferencias y similitudes entre ambas, existiendo aspectos centralizadores y descentralizadores que sin ser exactamente los mismos, sí configuran la política monetaria como un instrumento que requiere la participación de todos los agentes inmersos en la misma. Las críticas al BCE se derivan en gran medida de su corta experiencia y todavía incierta reputación, dificultada en mi opinión por el conflicto que supone desarrollar la política monetaria de un área nueva en un entorno cada vez más globalizado e internacionalizado.

A pesar de que los EE.UU. hayan tenido más o menos éxito y sean menos criticados respecto a sus decisiones de política monetaria, su comportamiento tampoco

³⁴ *Ibidem*; pp. 11-13.

puede ser seguido inmediatamente por el BCE ya que su credibilidad se vería seriamente dañada, sin olvidar que además las circunstancias de las dos áreas en cualquier caso son distintas³⁵. Esto no significa que no se deba tener en cuenta la política monetaria de los EE.UU., sino simplemente su consideración a los efectos oportunos sobre las variables que actúan como indicadores para elaborar la política monetaria más correcta para el área de la UEM.

³⁵ Vid. SVENSSON, L. (2001): “*The FED does not provide ...*”; op. cit.; p. 4.

7.3. UNA REGLA DE TIPO DE INTERÉS PARA EL BANCO CENTRAL EUROPEO

7.3.1. UNA REGLA DE POLÍTICA MONETARIA: LA REGLA DE TAYLOR

En la introducción a este capítulo de nuestra Tesis Doctoral, hemos planteado la posibilidad de que el BCE en la práctica no esté actuando estrictamente conforme a lo anunciado públicamente en su estrategia de política monetaria, es decir, la toma de decisiones por parte del Consejo de Gobierno del BCE no es tan sencilla ni precisa como se ha querido transmitir. Más concretamente, en este epígrafe planteamos la posible utilización por el BCE de algún tipo de regla de política monetaria, del estilo de la regla de tipo de interés desarrollada por J.B.Taylor³⁶ y conocida comúnmente como “*regla de Taylor*”.

Inicialmente nuestro planteamiento es que el BCE está utilizando una regla de política monetaria sencilla³⁷, la cual se incorpora a la información proporcionada por los numerosos indicadores que analiza en el segundo pilar de su estrategia y que no es más que una información adicional que le permite tomar las decisiones de tipo de interés que considera más adecuadas. Desde nuestro punto de vista, si realmente se está utilizando

³⁶ En un trabajo desarrollado en 1993 John Taylor planteaba la posibilidad de evaluar la política monetaria, en concreto la de la Reserva Federal de los EE.UU., a partir de la existencia de una regla de política monetaria que permitía determinar el tipo de interés de intervención como resultado de las desviaciones del nivel efectivo de producción de la economía y la inflación respecto a sus niveles deseados o potenciales. Véase a este respecto TAYLOR, J.B. (1993): “Discretion versus policy rules in practice”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, nº 39; pp. 195-214.

³⁷ Dicha simplicidad, sin embargo, es considerada por algunos como una imposibilidad para su propia utilización en la práctica, ya que en una economía abierta como es la de la UEM es necesario incorporar numerosa información, algo que una regla de política monetaria como la Regla de Taylor no puede hacer. Véase DOMÉNECH, R., LEDO, M. y TAGUAS, D. (2000): “*Some new results on interest rate rules in EMU and in the US*”, Working Paper, nº 2. Servicio de Estudios. BBVA; p. 2.

una regla de política monetaria, aunque actúe como un indicador más, ésta debería anunciarse públicamente para evitar las continuas especulaciones respecto a su existencia y especificación³⁸, aunque eso pudiera suponer que el público al conocer dicha regla anticipase el comportamiento del BCE, disminuyendo así la eficacia de la política monetaria. Parece pues como si el BCE no quisiera proporcionar información clara sobre su toma de decisiones para evitar el control directo por parte del sector privado.

El BCE, por su parte, es consciente de este hecho, lo que le ha obligado a defender las ventajas de su estrategia de política monetaria y su utilización estricta en la práctica, al mismo tiempo que justificar el renovado interés por las reglas de política monetaria, entre ellas la *regla de Taylor*³⁹.

La conclusión del BCE⁴⁰, a este respecto, es que las reglas de política monetaria, tanto las más sencillas como las más complejas de optimización presentan fallos, de entre los cuales el más relevante es que se enfrentan a un entorno de incertidumbre que no se puede incorporar correctamente en los modelos. El BCE considera que su estrategia de política monetaria tal y como está definida actualmente soluciona en gran medida estos problemas, al proporcionar un marco de análisis que estructura toda la información disponible para ser utilizada de forma eficiente en los dos pilares ya conocidos, reduciendo el grado de discrecionalidad en la toma de decisiones, al tener que observar numerosas variables cuya evolución no se puede ignorar.

³⁸ Entre ellos citamos los siguientes: GALÍ, J. (2001): “*Monetary policy in the ...*”; op. cit.; pp. 30-39; ALESINA, A., BLANCHARD, O., GALÍ, J., GIAVAZZI, F. y UHLIG, H. (2001): “*Monitoring the European Central Bank 3: Defining a ...*”; op. cit.; pp. 26-35; SVENSSON, L. (1999): “*Monetary policy issues...*”; op.cit.; pp. 32-34 y TAYLOR, J. (1999): “The robustness and efficiency of monetary policy rules as guidelines for interest rate setting by the ECB”, *Journal of Monetary Economics*, nº 43; pp. 671-676.

³⁹ Véase a este respecto BCE (2001): “Cuestiones relativas a las reglas ...”; op. cit.; pp. 41-55.

⁴⁰ *Ibidem*; pp. 52-55.

Por nuestra parte, planteamos la posibilidad de que el BCE esté utilizando una *regla de Taylor* sencilla, tal y como analizan distintos autores⁴¹, en la que los tipos de interés nominales se determinan a partir del tipo de interés real de equilibrio, la inflación efectiva y las desviaciones de la inflación respecto a su nivel objetivo o deseado.

Realizaremos distintos supuestos que nos permitan obtener el tipo de interés nominal según la *regla de Taylor* desde el comienzo de la UEM y compararemos éste con la evolución del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, tipo de intervención del BCE, para ese mismo período, con el fin de obtener algunas conclusiones respecto a si se está utilizando una regla de política monetaria y cuál pueda ser ésta.

La regla utilizada a priori podría expresarse de la siguiente manera⁴²:

$$r_t = r^* + p_t + (a-1)(p_t - p^*) + b(y_t - y^*) \quad (6.1)$$

o lo que es lo mismo

$$r_t = r^* + p^* + a(p_t - p^*) + b(y_t - y^*) \quad (6.2)$$

donde r_t es el tipo de interés nominal, r^* es el tipo de interés real de equilibrio de la economía a corto plazo, π_t es el nivel de inflación efectiva en cada momento, y es la tasa de crecimiento de la economía y π^* y y^* son sus niveles objetivos o potenciales.

⁴¹ Nos apoyaremos básicamente en los trabajos realizados por GALÍ, J. (2001): “*Monetary policy in ...*”; op. cit. y ALESINA, A., BLANCHARD, O., GALÍ, J., GIAVAZZI, F. y UHLIG, H. (2001): “*Monitoring the European Central Bank 3: Defining a ...*”; op. cit., que tratan de demostrar con planteamientos muy sencillos qué tipo de regla puede estar utilizando el BCE en su toma de decisiones.

⁴² Vid. TAYLOR, J.B. (1993): “*Discretion versus policy ...*”; op. cit.; pp. 199-203.

α y β son dos parámetros representativos de la importancia atribuida a las desviaciones de la inflación y la producción respecto a sus niveles objetivo o potencial, y por tanto el grado de respuesta de la política monetaria a las mismas.

El parámetro α , tal y como sugieren los trabajos anteriormente señalados, normalmente toma un valor superior a la unidad, señalando la importancia de la política monetaria como instrumento para luchar contra la inflación, y por tanto la relevancia del objetivo de la estabilidad de precios en la actuación del banco central. J. Taylor asignó a α un valor igual a 1,5, que nosotros también consideraremos adecuado por ser la estabilidad de precios el objetivo prioritario del BCE, siguiendo al mismo tiempo el planteamiento de numerosos trabajos⁴³. Del mismo modo, el parámetro β representa la importancia para la política monetaria y por tanto para el banco central que supone reducir la brecha de producción; en nuestro caso asignamos a β un valor igual a cero, ya que el BCE no ha definido ningún objetivo en este sentido⁴⁴. Tendríamos por tanto, una versión simplificada de la *regla de Taylor* de la siguiente forma:

⁴³ Vid. ALESINA, A., BLANCHARD, O., GALÍ, J., GIAVAZZI, F. y UHLIG, H. (2001): “*Monitoring the European Central Bank 3: Defining a ...*”; op. cit.; pp. 27-28; GERLACH, S. y SCHNABEL, G. (1999): “*The Taylor rule and interest rates in the EMU area: a note*”, BIS Working Paper, nº 73; pp. 3-5 y TAYLOR, J.B. (1993): “*Discretion versus policy ...*”; op. cit.; pp. 199-203; CLARIDA, R., GALÍ, J. y GERTLER, M. (2000): “*Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory*”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 115, nº 1, febrero; pp. 147-180.

⁴⁴ La consideración de la brecha de producción supone dificultades conceptuales y prácticas, debido a que es muy complicado estimar el nivel potencial de crecimiento de una economía, como es la economía del área del euro, con muy poca experiencia y tan sólo dos años y medio de trayectoria. Por otro lado, se duda del papel asignado en la práctica por el BCE a dicha brecha de producción, que como se ha señalado en el epígrafe anterior debería ser más importante de lo que es actualmente. Por estas razones, hemos decidido suprimir la brecha de producción como determinante de los tipos de interés. Véase para una mayor justificación en este sentido ALESINA, A., BLANCHARD, O., GALÍ, J., GIAVAZZI, F. y UHLIG, H. (2001): “*Monitoring the European Central Bank 3: Defining a ...*”; op. cit.; p. 27; BCE (2001): “*Cuestiones relativas a las reglas ...*”; op. cit.; pp. 46-77; GERLACH, S. y SMETS, F. (1999): “*Output gaps and monetary policy in the EMU area*”, *European Economic Review*, vol. 43, nº 4-6, abril; pp. 801-812, y también respecto a las distintas posibilidades para realizar dichas estimaciones véase BCE (2000): “*Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: concepto, utilización y estimación*”, *Boletín Mensual*, octubre; pp. 37-48.

$$r_t = r^* + \alpha (p_t - p^*) \quad (6.3)$$

El tipo de interés real de equilibrio se considera que es aquél en el que la economía alcanza una situación óptima de estabilidad, sin inflación. Para determinar el tipo de interés real de equilibrio no realizaremos ninguna estimación de sus posibles valores a partir del comportamiento histórico de la inflación y del tipo de interés real ex-ante y en algunos casos ex-post, de lo cual sí se han ocupado numerosos estudios sin llegar a una conclusión aproximada y uniforme⁴⁵. Parece que de lo único que sí existe certeza es de que el tipo de interés real de equilibrio debe ser superior al 2% ó 2,5%⁴⁶.

Por nuestra parte y siguiendo los trabajos anteriormente señalados, simplemente realizaremos un ejercicio analítico de la situación existente al comienzo de la UEM, a partir del tipo de interés nominal fijado por el BCE inicialmente, el 3%, y la tasa de crecimiento del IAPC en el área del 0,8% en enero de 1999, aplicando ambos en la *regla de Taylor* para obtener el tipo de interés real de equilibrio en dicho momento, compatible con la estabilidad de precios. El tipo de interés real de equilibrio resultante bajo estos supuestos sería el 2,55%⁴⁷. Sin embargo, las estimaciones de algunos autores que señalan que dicho tipo de interés en períodos anteriores se situaba en torno al 3,5% nos hace plantear igualmente la posibilidad de que ese tipo de interés pueda ser un poco superior, aunque no hasta tal punto, porque dichas estimaciones hay que utilizarlas con

⁴⁵ Entre otros se pueden citar GERLACH, S. y SCHNABEL, G. (1999): “*The Taylor rule and interest ...*”; op. cit.; p. 2 que para el caso de la UEM señala un tipo de interés real del 3,55% para el período 1982-1997 o CLARIDA, R., GALÍ, J. y GERTLER, M. (1998): “Monetary policy rules in practice. Some international evidence”, *European Economic Review*, vol. 42, nº 6; pp. 1042-1047, que para el caso de Alemania, que se podría extrapolar a la UEM en el período 1979-1993, es del 3,76%, Las estimaciones para el caso de los EE.UU. también proporcionan tipos de interés superiores al 2% propugnado por Taylor, como ocurre en CLARIDA, R., GALÍ, J. y GERTLER, M. (2000): “Monetary policy rules and ...”; op. cit.; pp. 150-155, que sitúan el tipo de interés real de equilibrio en el 3,5%.

⁴⁶ Vid. PATEIRO, C. (2001): “*Las reglas de tipo de interés de política monetaria o Taylor rules*”, Documento de Trabajo, nº 3, UNED; p. 19.

⁴⁷ Con los datos anteriores y aplicando la Regla de Taylor para obtener el tipo de interés real de equilibrio se obtiene: $r^* = 3\% - 1,5\% - 1,5(0,8\% - 1,5\%) = 0,0255 = 2,55\%$, para un objetivo de inflación del 1,5%
y $r^* = 3\% - 1\% - 1,5(0,8\% - 1\%) = 0,023 = 2,3\%$, para un objetivo de inflación del 1%.

cautela ya que se apoyan en series históricas de inflación desde la década de los años ochenta, y evidentemente la situación inflacionista no es comparable a la situación existente en la última década ni a la vigente desde 1999. Ante esta situación nos inclinamos por plantear el supuesto de un tipo de interés real de equilibrio del 2,5%, pero se podría plantear alternativamente un tipo de interés del 3%, observando qué ocurre en cada caso. Tras realizar distintos análisis con ambos tipos de interés parece que el tipo del 2,5% se ajusta mejor a lo que podría haber condicionado las decisiones de tipo de interés según la *regla de Taylor*, ya que la desviación que se observa entre dichas decisiones y las que muestra la regla son mucho mayores en el caso de utilizar un tipo de interés real de equilibrio del 3% que del 2,5%, por lo que optaremos por utilizar este último.

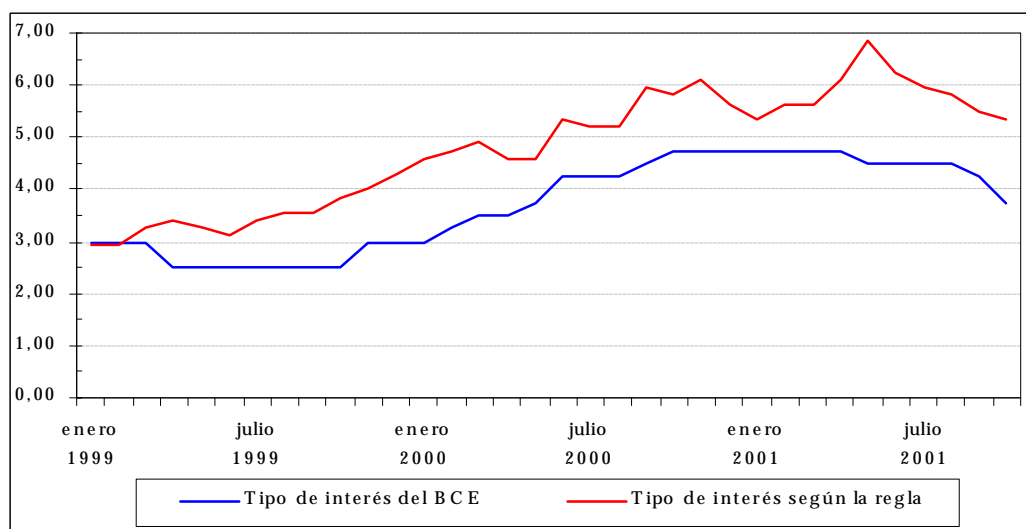
Respecto al valor asignado a la inflación objetivo, igualmente plantearemos los dos supuestos ya comentados en este capítulo de considerar que dicha tasa de inflación objetivo podría situarse en el 1,5% o en el 1%, en función de que considerásemos la existencia de un límite inferior al objetivo del 1% o del 0%, al igual que existe un límite superior del 2%. Particularmente, nos inclinamos por considerar más adecuado el valor del 1,5%, más coherente con la existencia de sesgos inflacionistas que provocan la aparición de una inflación positiva.

7.3.2. RESULTADOS DEL ANÁLISIS

Considerando los supuestos anteriores, nos plantearemos a partir de ahora cuatro hipótesis respecto a cómo el BCE puede estar construyendo, si es que lo hace, su regla de política monetaria. Inicialmente, consideraremos que utiliza como referencia para evaluar la desviación respecto al objetivo de inflación, la inflación efectiva medida a partir de la tasa de crecimiento interanual del IAPC.

El resultado que aparece en el Gráfico 7.1. muestra que en los primeros meses de 1999 las dos series coincidían, por lo que parece que inicialmente las decisiones de tipos de interés se hubiesen tomado a partir de dicha regla. A partir, sin embargo, de la reducción del tipo de interés del 3% al 2,5% en abril de 1999, parece que las dos series comienzan una evolución diferente, por lo que no se justifica que desde ese momento el BCE siga dicha regla, como sí pudiese haber ocurrido al principio. La desviación entre ambas llega en algunos momentos a ser muy grande, como ocurre en mayo de 2001, en que hay una desviación de casi 250 puntos básicos.

Gráfico 7.1. Regla de Taylor a partir de la inflación efectiva



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en [http:// www.ecb.int/stats/stats.htm](http://www.ecb.int/stats/stats.htm)

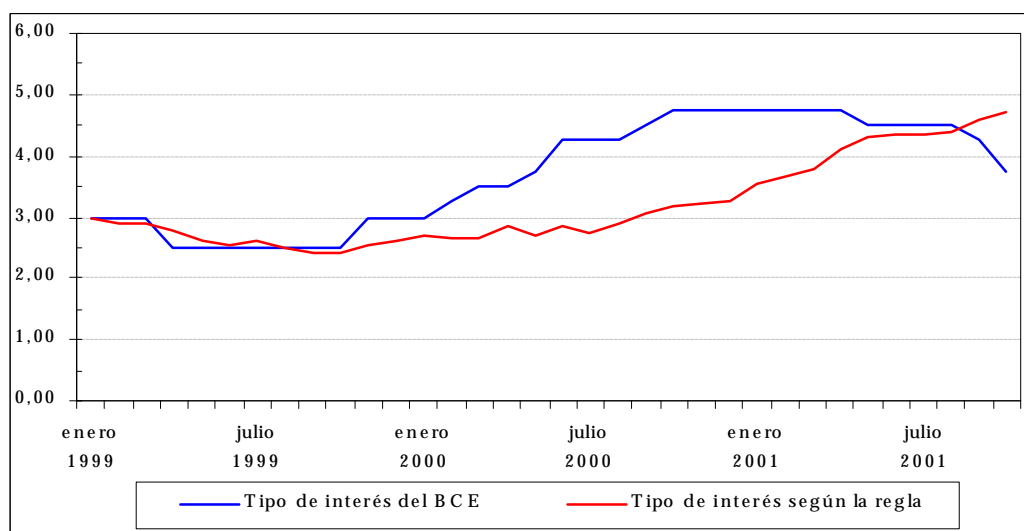
Parece, por tanto, que una *regla de Taylor* construida a partir de la inflación efectiva no se corresponde con la posible regla que esté utilizando el BCE, por lo que nos plantearemos otras hipótesis para construir dicha regla.

Nuestra primera hipótesis adicional consiste, como han planteado algunos autores, en aplicar la regla a partir del valor de la inflación subyacente (índice general menos energía y alimentos no elaborados)⁴⁸. La justificación a este hecho reside en que a lo largo de su existencia el BCE se ha enfrentado a distintas circunstancias que de forma temporal han presionado fuertemente al alza los precios, como han sido la fuerte elevación de los precios del petróleo y la depreciación del euro, por lo que una posibilidad puede ser eliminar ciertos componentes del índice general, más inestables y sometidos a fluctuaciones por motivos distintos a la política monetaria y construir de nuevo la regla a partir de dicha tasa de inflación subyacente⁴⁹.

Los resultados obtenidos con esta nueva hipótesis se observan en el Gráfico 7.2., en el cual podemos ver que la evolución de los tipos de interés a lo largo de gran parte de 1999 se corresponde bastante bien con lo planteado por la regla de política monetaria construida a partir de la inflación subyacente. No obstante, desde octubre de 1999 dicha regla demanda tipos de interés menores frente a las decisiones de aumento de éstos por parte del BCE, poniendo de manifiesto la importancia que tienen el alza en los precios energéticos y la depreciación del euro en el logro del objetivo último. Esta situación se mantiene hasta mayo de 2001, momento en el que parece estabilizarse la evolución de estos componentes y de nuevo la regla construida a partir de la inflación subyacente se aproxima a las decisiones de tipos de interés del BCE. Desde septiembre de 2001 y como consecuencia de factores ajenos a la propia política monetaria, tal y como ya se ha señalado, la evolución de los tipos de interés evidentemente no se corresponde con lo estipulado por ninguna regla.

⁴⁸ Vid. ALESINA, A., BLANCHARD, O., GALÍ, J., GIAVAZZI, F. y UHLIG, H. (2001): “*Monitoring the European Central Bank 3: Defining a ...*”; op. cit.; pp. 27-35 y GALÍ, J. (2001): “*Monetary policy in the ...*”; op. cit.; pp. 35-36.

⁴⁹ El tipo de interés real de equilibrio, calculado de igual forma que antes pero considerando una tasa de inflación subyacente en enero de 1999 del 1,3%, resulta ser ahora del 1,8%.

Gráfico 7.2. Regla de Taylor a partir de la inflación subyacente

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en [http:// www.ecb.int/stats/stats.htm](http://www.ecb.int/stats/stats.htm)

Podríamos decir que en una situación de relativa estabilidad en el comportamiento de los componentes más fluctuantes de la inflación, las decisiones del BCE sí podrían corresponderse con las resultantes de una regla construida a partir de la inflación subyacente. No obstante, debido precisamente a la incapacidad de dicha regla para reflejar las decisiones del BCE en ciertos momentos, nos plantearemos una tercera hipótesis consistente en analizar la regla de política monetaria a partir de la inflación esperada o prevista.

La utilización de la inflación esperada en las reglas de política monetaria es una práctica muy frecuente, utilizada en numerosas ocasiones por muchos economistas que incluso se refieren a ellas explícitamente como “reglas esperadas de política monetaria”⁵⁰. Su importancia reside en que en gran medida a la hora de tomar decisiones

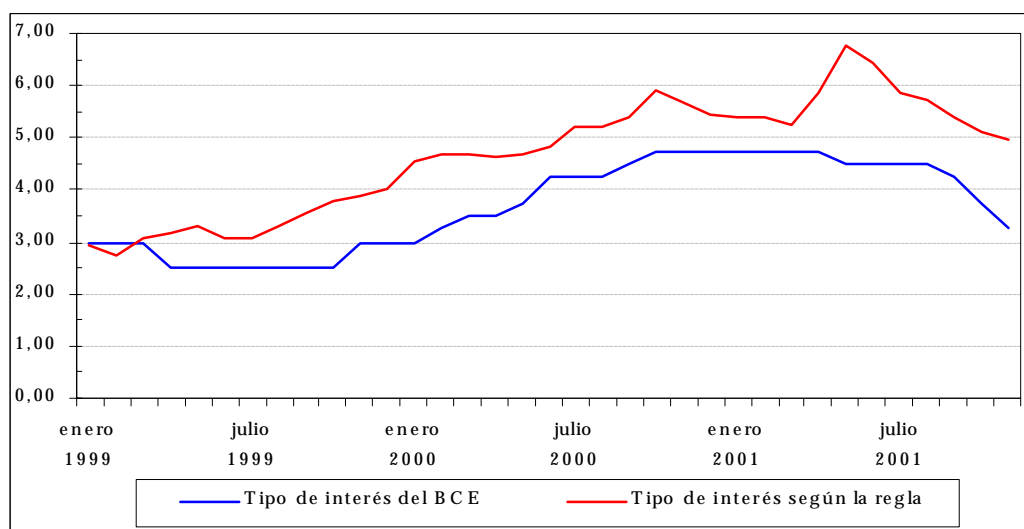
⁵⁰ Podemos citar entre otros los siguientes trabajos: MEHRA, Y. (1999): “A forward-looking monetary policy reaction function”, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 85/2; pp. 33-53; BATINI, N. y HALDANE, A. (1999): “Monetary policy rules and inflation forecast”, *Quarterly Bulletin*,

lo hacemos teniendo en cuenta las expectativas respecto a la situación en un futuro próximo, ya que los efectos de dichas decisiones se manifiestan con cierto retardo, que aunque sea mínimo debe ser incorporado a las mismas. Por su parte, el BCE también considera importante dicha información al incluir entre el conjunto de indicadores utilizados en el segundo pilar de su política monetaria las proyecciones futuras de inflación. Por ello, nuestra hipótesis consiste ahora en construir la *regla de Taylor* partiendo de los mismos supuestos anteriores y simplemente considerando el dato de inflación esperada en lugar de la inflación efectiva⁵¹.

Los resultados obtenidos con esta nueva hipótesis se observan en el Gráfico 7.3., en el que se muestra la evolución de los tipos de interés a partir de las decisiones del Consejo de Gobierno del BCE y los tipos de interés resultantes de aplicar la *regla de Taylor* a la inflación esperada. En este caso, la evolución de los tipos de interés sigue una senda por encima de la correspondiente a los tipos de interés establecidos por el BCE, tal y como ocurre al analizar la regla construida a partir de la inflación efectiva. La diferencia, sin embargo, es menor que en el caso anterior, por lo que parece que existe cierta influencia de las previsiones de inflación en la toma de decisiones respecto a los tipos de interés. Con esta hipótesis adicional se pone de manifiesto igualmente que durante el primer año de funcionamiento de la política monetaria única, las previsiones de inflación se aproximaron bastante al dato efectivo. Las previsiones realizadas a lo largo del año 2000 y 2001, sin embargo, no muestran dicha aproximación, resultando unos tipos de interés según la regla más cercanos a los tipos oficiales que los obtenidos con la primera hipótesis.

Bank of England, febrero; pp. 60-67; CLARIDA, R., GALÍ, J. y GERTLER, M. (2000): "Monetary policy rules and ..."; op. cit.; pp. 147-180; y CLARIDA, R., GALÍ, J. y GERTLER, M. (1998): "Monetary policy rules in practice. Some international evidence", *European Economic Review*, vol. 42, nº 6; pp. 1033-1067.

⁵¹ Evidentemente, y de la misma forma que ya hemos hecho al aplicar la regla de política monetaria considerando la inflación subyacente, debemos calcular de nuevo el tipo de interés real de equilibrio utilizado a partir del primer dato de inflación prevista para enero de 1999 del 0,9%. Se obtiene un tipo de interés real del 2,4%, próximo al utilizado inicialmente.

Gráfico 7.3. Regla de Taylor a partir de la inflación esperada

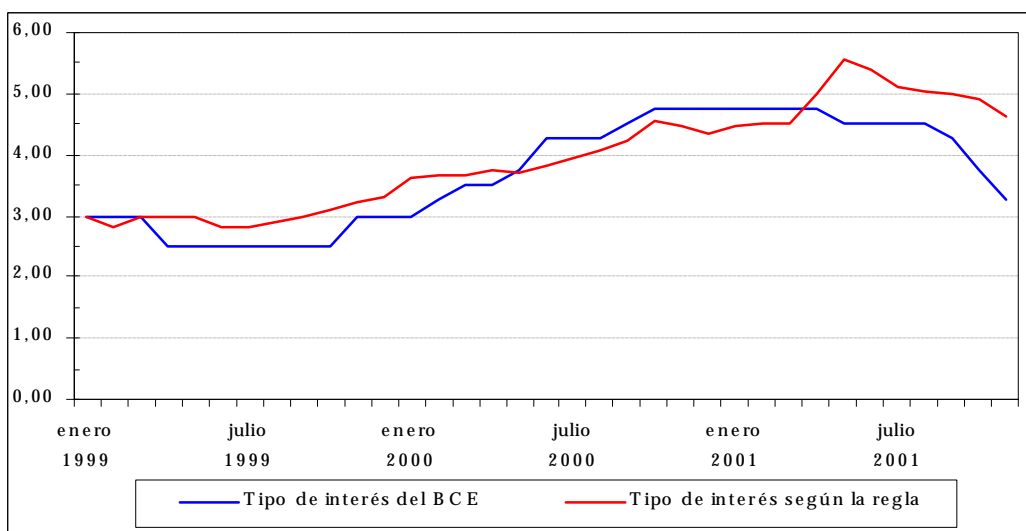
Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en <http://www.ecb.int/stats/stats.htm>. Previsiones de inflación en tasas interanuales para el mes siguiente elaboradas por el Laboratorio de Predicción. Instituto Flores de Lemus. Universidad Carlos III.

No obstante, tal y como ocurre con la hipótesis anterior, esta nueva hipótesis tampoco permite explicar el comportamiento de los tipos de interés en estos tres años, pero de nuevo sí se observa alguna influencia en dichas decisiones al suavizar el comportamiento de los tipos de interés respecto a los obtenidos a partir de la inflación efectiva. Por esta razón, plantearémos una última hipótesis construida a partir de una media de inflación, a la que algunos autores denominan híbrido⁵², entre la tasa de inflación subyacente y la tasa de inflación esperada, analizadas anteriormente. A ambas tasas se les asigna la misma importancia en la determinación de los tipos de interés,

⁵² Vid. ALESINA, A., BLANCHARD, O., GALÍ, J., GIAVAZZI, F. y UHLIG, H. (2001): “Monitoring the European Central Bank 3: Defining a ...”; op. cit.; pp. 27-35 y GALÍ, J. (2001): “Monetary policy in the ...”; op. cit.; pp. 35-36.

construyendo la *regla de Taylor* a partir de la media simple de ambas tasas de inflación⁵³.

Gráfico 7.4. Regla de Taylor construida a partir de un híbrido entre la inflación subyacente y la prevista



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en [http:// www.ecb.int/stats/stats.htm](http://www.ecb.int/stats/stats.htm). Previsiones de inflación en tasas interanuales para el mes siguiente elaboradas por el Laboratorio de Predicción. Instituto Flores de Lemus. Universidad Carlos III.

Los resultados obtenidos en este caso se observan en el Gráfico 7.4., en el cual podemos observar que prácticamente desde el inicio de la política monetaria única hasta mayo de 2001 los tipos de interés siguen un comportamiento que se podría apoyar en la *regla de Taylor* construida con esta última hipótesis. La diferencia entre ambos tipos de interés no es, durante la mayor parte de este período, superior a medio punto. A partir de mayo, sin embargo, se observa que los tipos de interés muestran una mayor diferencia. Las decisiones tomadas a partir de la *regla de Taylor* construida en esta última hipótesis

⁵³ De nuevo, tal y como ya hemos hecho al aplicar la regla de política monetaria en los casos anteriores, debemos calcular el tipo de interés real de equilibrio utilizado a partir del primer dato de inflación media

hubiesen retardado las reducciones de los tipos de interés, y en cualquier caso, éstas hubiesen sido de menor cuantía. Por otra parte, como ya se ha señalado, los acontecimientos ocurridos en septiembre de 2001 en los EE.UU. obligaron a tomar decisiones de tipos de interés coordinadas entre los Bancos Centrales que, en cualquier caso y como se observa gráficamente, no se corresponden con lo estipulado por la regla de política monetaria.

Como conclusión a este análisis, podemos señalar que inicialmente parece que el BCE ha seguido algún tipo de regla de política monetaria del estilo de la *regla de Taylor* pero no basada estrictamente en la inflación efectiva. Se ha observado que podría estar utilizando como dato tanto la inflación subyacente, muy determinante en el comportamiento de la inflación en determinados momentos, como las predicciones de inflación que anticiparían el dato efectivo antes de que éste se produjese. En cualquier caso, no se observa que el comportamiento de los tipos de interés siga estrictamente la regla construida con alguna de las hipótesis anteriores, por lo que en nuestra opinión, como ya señalamos al comienzo de este apartado, la utilización de una regla de política monetaria por parte del BCE únicamente proporciona información complementaria a la obtenida con el análisis del resto de indicadores.

de la inflación prevista y subyacente para enero de 1999 del 1,1%. Se obtiene un tipo de interés real del 2,1%.

7.4. LA EFICACIA EN LA CONSECUCIÓN DEL OBJETIVO DE LA ESTABILIDAD DE PRECIOS

Una vez que se ha realizado el análisis del diseño de la política monetaria desarrollada por el BCE, cabe preguntarse hasta qué punto la política monetaria única puede estar siendo eficaz en la consecución del objetivo último de la estabilidad de precios.

La eficacia es un concepto ya clásico en las técnicas de evaluación de políticas públicas; generalmente se mide a partir de la consecución del objetivo establecido. Se puede hablar por tanto de un mayor o menor grado de eficacia en la aplicación de una política en función del grado de cumplimiento de los objetivos propuestos.

En el caso de la política monetaria única, la eficacia está determinada por el grado de aproximación de la inflación efectiva al objetivo de inflación establecido por el BCE. Pero de forma complementaria, la eficacia de la política monetaria está también determinada por la evolución de otros objetivos que si bien no están reconocidos de forma explícita, sí constituyen objetivos implícitos de la política del BCE en la medida en que condicionan, potenciando o limitando, la propia capacidad de la política monetaria única sobre el control de los precios.

En consecuencia, este apartado está dedicado en primer lugar a mejorar la evaluabilidad de la eficacia de la política monetaria única a partir de una serie de aproximaciones estadísticas a este concepto, y en segundo lugar, a valorar de forma argumentada la eficacia obtenida por el BCE en la ejecución de su política durante los tres primeros años de aplicación. Para ello nos proponemos responder a cuatro preguntas básicas:

1. ¿En qué medida se está logrando la estabilidad de precios definida como un incremento del IAPC inferior al 2%?

2. ¿Se está produciendo un proceso de convergencia entre las tasas de inflación de los países miembros de la UEM?
3. ¿Alcanza la política monetaria única a todos los grupos de consumo o alguna actividad está limitando la eficacia de la política monetaria?
4. ¿Resulta eficaz la política monetaria del BCE comparativamente a la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos?

Respecto a la primera pregunta, nos debemos plantear hasta qué punto se está consiguiendo el objetivo de la estabilidad de precios. La variabilidad del IAPC a lo largo de estos tres años nos muestra que éste no es fácil de alcanzar a pesar de que durante los primeros meses de 1999 la situación mostrase una alta estabilidad. A partir de ese momento, sin embargo, sucesivos repuntes en la tasa de inflación demandaron políticas de tipos de interés más restrictivas, a las que cada vez les resultaba más difícil influir en la evolución de los precios, llegando a situarse el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 4,75% hasta abril de 2001, momento en el que se observa el debilitamiento de la economía de la eurozona y la necesidad, por tanto, de un estímulo vía reducción de tipos de interés, posible también por la situación cada vez más positiva en la evolución de los precios. A lo largo del resto del año, los tipos de interés han continuado reduciéndose, observándose igualmente la tendencia de reducción en las tasas de inflación.

En cualquier caso, no debemos olvidar que el objetivo está definido en el medio plazo, con lo que se admite cierta variabilidad en las tasas de inflación del área motivada por factores coyunturales o temporales que no se mantienen a medio plazo. Teniendo en cuenta este aspecto, podemos señalar que en general el objetivo se está cumpliendo. De nuevo, a finales de 2001 nos encontramos con tasas de inflación próximas al 2%.

Sin embargo, las dificultades en el logro del objetivo último nos obligan a preguntarnos sobre qué factores pueden estar dificultando la consecución de éste y por tanto limitando la eficacia de la política monetaria única⁵⁴. En nuestra opinión, las limitaciones pueden aparecer, bien porque algún país perteneciente a la UEM tiene dificultades para converger en tasas de inflación con el resto de países, dificultando la reducción de la tasa de inflación del área, o bien porque alguna actividad o sector de la economía dificulta el comportamiento del índice general en dicho país, y por tanto su reducción. Nos detendremos a continuación en el análisis de estas limitaciones que completaremos con un análisis comparativo de la eficacia de la política monetaria única con la de la Reserva Federal de los EE.UU.

7.4.1. CONVERGENCIA Y DISPERSIÓN EN LAS TASAS DE INFLACIÓN ENTRE LOS PAÍSES DE LA UEM

El interés por este tema surge por la capacidad potencial de cualquier país de desviar la inflación del conjunto de la eurozona como consecuencia de una fuerte evolución de los precios de carácter asimétrico. Este hecho puede indirectamente dificultar la consecución del objetivo de la estabilidad de precios del BCE, comportándose, por tanto, como una limitación a la eficacia de la política monetaria única. Para enfocar este análisis hemos utilizado dos medidas clásicas de dispersión.

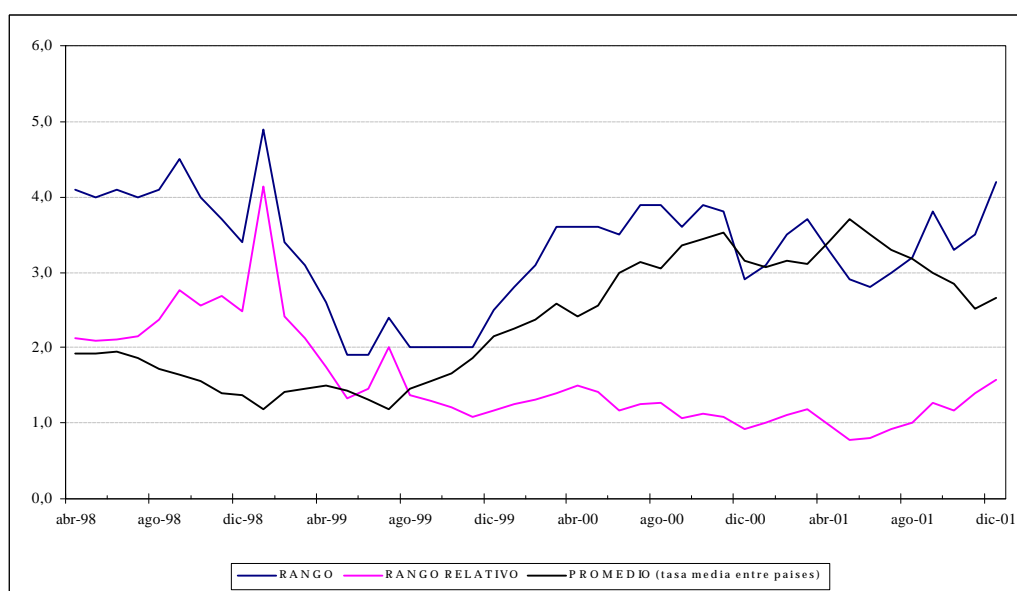
En primer lugar hemos utilizado como medida de dispersión la evolución del rango relativo⁵⁵. A pesar de que en su definición estadística éste es menos sensible ya

⁵⁴ Simplemente nos vamos a referir a las limitaciones adicionales aparecidas como consecuencia de la UEM, sin detenernos en el análisis de las limitaciones generales y específicas de la política monetaria. Para ampliar el conocimiento en este sentido véase FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GÁMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): “*Política Monetaria: su eficacia y enfoques alternativos*”. Tomo I, 1ª edición. Ed. AC. Madrid; pp. 109-150.

⁵⁵ El rango se define por la amplitud o diferencia entre la tasa de inflación más elevada y la más moderada en un momento determinado del tiempo. El rango relativo se define como el cociente entre el rango y la tasa de inflación media del conjunto de la UEM.

que únicamente considera los valores extremos mínimo y máximo, presenta dos virtudes significativas: suavizar el efecto de convergencia definido en tasas de inflación más elevadas y explicar si un solo país es capaz de limitar la eficacia de la política monetaria a través de un proceso de distanciamiento en las tasas de inflación. Los resultados presentados en el Gráfico 7.5. confirman la paulatina disminución de las distancias en la evolución de los precios de las distintas economías que conforman la eurozona.

Gráfico 7.5. Evolución del rango relativo de las tasas de inflación

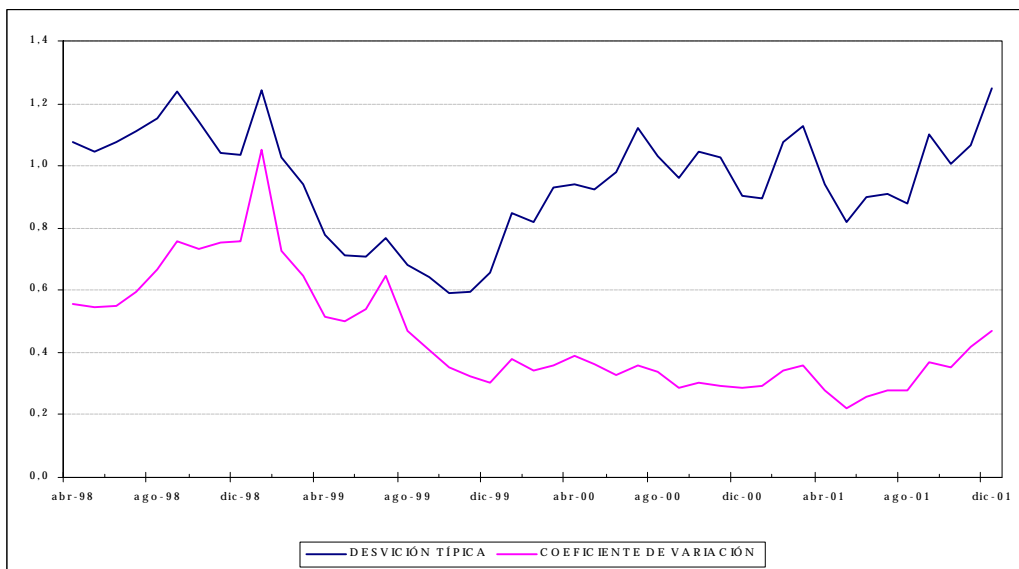


Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

En segundo lugar, y como medida de convergencia más sensible, hemos calculado el coeficiente de variación de las tasas de inflación⁵⁶. El Gráfico 7.6. permite observar que efectivamente se está produciendo un proceso de convergencia, ya que este indicador ha pasado de ser de un punto en enero de 1999 a situarse en agosto de 2001 por debajo de 0,3 puntos (tan sólo un 30% del valor medio de la inflación).

⁵⁶ Definido como el cociente entre la desviación típica y el promedio de tasas de inflación.

Gráfico 7.6. Evolución de la convergencia en tasas de inflación medida a través del coeficiente de variación



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

No obstante conviene hacer dos matizaciones a estos resultados. Por un lado, en el último trimestre del año 2001 se produce un retroceso en el proceso de convergencia, que puede encontrar su explicación en el distanciamiento de la política monetaria respecto de sus principios rectores como consecuencia de los acontecimientos del 11 de septiembre. Por otro lado, y en un plano más metodológico, se debe reconocer que este proceso de convergencia ha tenido lugar en tasas de inflación más elevadas.

Como conclusión, a la vista de los resultados anteriores, podemos decir que a lo largo de estos tres años se ha producido un proceso de convergencia muy elevado entre las tasas de inflación de las distintas economías pertenecientes a la UEM, siguiendo el proceso iniciado en los años anteriores al comienzo de la tercera fase. En principio, por tanto, parece que las limitaciones a la eficacia de la política monetaria única por esta vía no son muy relevantes.

7.4.2. EL COMPORTAMIENTO DE DISTINTOS GRUPOS DE CONSUMO COMO LIMITACIÓN A LA EFICACIA DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

De forma sencilla, la evolución de la política monetaria a lo largo de estos tres años se puede traducir en una excesiva atención a la evolución de la inflación, medida a través del índice general y en la utilización, por tanto, de medidas de control de los tipos de interés para situarla en el objetivo. Sin embargo, en nuestra opinión hay que considerar también la evolución de la inflación de cada uno de los distintos componentes del consumo.

Parece obvio que la inflación es un fenómeno patente en el consumo y sin embargo puede encontrar su explicación en la forma en que las actividades productivas ofrecen sus bienes y servicios. En este sentido, la oferta puede estar muy condicionada por la capacidad tecnológica de las empresas que la conforman o por la regulación legal, entre otros factores significativos del número de oferentes que existen en el mercado; es decir, la restricción de una determinada oferta puede explicar gran parte de la evolución general de los precios, limitando la capacidad de la política monetaria para alcanzar su objetivo último.

Este hecho, que es común a cualquier economía, puede resultar especialmente preocupante en la UEM debido a que se trata de un área donde no todos sus territorios económicos gozan de las mismas condiciones competitivas, o dicho de otra forma, no todos sus miembros tienen un sistema productivo capaz de ofrecer bienes y servicios en las mismas condiciones⁵⁷.

⁵⁷ En este punto, cabría señalar que a pesar de que la constitución del mercado único supone la libertad de movimientos de bienes y servicios, existen determinados tipos de consumo que están, inevitablemente, muy ligados a la oferta existente en el propio territorio, y en los que, por tanto, la incidencia del libre mercado se irá manifestando con cierto retraso.

En consecuencia, resulta interesante no sólo analizar la eficacia de la política monetaria única en sentido estricto, sino también y de forma complementaria determinar los factores que pueden estar limitando su capacidad para incidir sobre la estabilidad de los precios en todos y cada uno de los grupos de consumo, en el sentido de que los grupos de consumo que componen el índice general de precios responden muy directamente a la forma en que se están ofreciendo los bienes y servicios.

Este análisis está muy ligado a la distinta estructura económica de los países que están integrados en la UEM y es por ello, que nos ha parecido conveniente llevar a la práctica un ejercicio analítico a través de la comparación de la evolución general de los precios en los principales grupos de consumo que componen el IAPC del conjunto de la UEM respecto a algún país miembro que presente un cierto retraso competitivo en su estructura productiva. Un criterio de selección puede ser elegir a cualquiera de los países llamados *países de la cohesión* o que son receptores del Fondo de Cohesión⁵⁸. No obstante, por cercanía geográfica a esta Tesis Doctoral, entre todos ellos, se ha elegido España.

La herramienta metodológica empleada es el análisis *shift share*, recogido en detalle en el Anexo 8, puesto que ofrece una mayor capacidad explicativa que otros ejercicios de comparación. Este ejercicio permite descomponer la evolución de los precios por grandes grupos de consumo en dos efectos principales⁵⁹:

⁵⁸ Los países receptores del Fondo de Cohesión son aquellos que disponen de un PIB per cápita en paridad de poder adquisitivo inferior al 90% de la media comunitaria: Grecia, Portugal, Irlanda y España.

⁵⁹ Vid. MARTÍN GUZMÁN, P. y MARTÍN PLIEGO, F.J. (1989): “*Curso Básico de Estadística Económica*”. Editorial AC, 3ª edición; pp. 366-368 y CUADRADO ROURA, J.R. y del RÍO GÓMEZ, C. (1993): “*Los servicios en España*”, Editorial Pirámide; pp. 168-171.

- El *efecto de crecimiento exterior*, que presenta la evolución que experimentarían los precios en la economía analizada (España) si su tasa de variación fuese igual a la observada en un ámbito geográfico de referencia (UEM).
- El *efecto neto total*, que representa la diferencia entre la evolución de los precios que se ha producido realmente en dicha economía, y el *efecto crecimiento exterior*, señalado anteriormente.

La principal aportación de este análisis radica de nuevo en su capacidad para descomponer el *efecto neto total* en otros dos subefectos:

- El *efecto proporcional*, que explica la parte del *efecto neto* relacionada con las características comunes a la eurozona en la determinación de los precios para cada grupo de consumo.
- El *efecto diferencial*, que explica la parte del *efecto neto* relacionada con las características nacionales de cada grupo de consumo en la economía analizada (España).

El conjunto de efectos calculados pueden ser positivos o negativos (salvo el *efecto crecimiento exterior*). Un *efecto neto positivo* se debe interpretar como una mayor aceleración de la inflación en España respecto a la que le hubiese correspondido de comportarse como el conjunto de la UEM. En esta línea de argumentación, un *efecto proporcional* positivo se debe interpretar como una aceleración de la inflación explicada por tensiones comunes a la eurozona en la determinación del precio de un bien o servicio (o simplemente por tratarse de un mercado de consumo de características inflacionistas), y un *efecto diferencial positivo* debe interpretarse como una aceleración de la inflación como consecuencia de la existencia de tensiones en el mercado nacional de un conjunto de consumos finales.

Antes de pasar a exponer los resultados de este ejercicio parece conveniente, no obstante, realizar un conjunto de apreciaciones previas que permitan comprender con mayor facilidad la capacidad explicativa de este análisis.

1. En primer lugar, se ha elegido como ámbito temporal de referencia el período transcurrido entre enero de 1996 y diciembre de 2001, y se ha dividido en dos subperíodos compuestos del mismo número de meses: desde enero de 1996 hasta diciembre de 1998 (período de coordinación de las políticas monetarias), y a partir de enero de 1999 hasta diciembre de 2001 (período de aplicación de la política monetaria única).
2. En segundo lugar, y como ya se ha avanzado, el efecto neto representa la diferencia en puntos básicos entre la evolución efectiva de los precios en España y la que hubiera debido seguir si continuase la senda de crecimiento del conjunto de la UEM. Por tanto, una ampliación del *efecto neto* en el segundo período explicaría una incidencia limitada de la política monetaria única sobre la evolución de los precios en España. Al realizar el análisis por grupos de consumo, el aspecto más relevante será determinar la generalidad de esta evolución o su posible especificidad en un conjunto determinado de consumos.
3. En tercer lugar, y como también se ha explicado anteriormente, el efecto neto se descompone en otros dos efectos: proporcional y diferencial. En este contexto, el efecto proporcional al estar vinculado a la evolución de los precios de un grupo de consumo en el conjunto de la UEM no parece explicar ninguna limitación de la política monetaria única, sino que por el contrario, es el componente del efecto neto sobre el que esta política podría tener mayores garantías de éxito.
4. Por último y al contrario que en el caso anterior, el efecto diferencial es el componente del efecto neto donde la política monetaria única encontrará las máximas limitaciones para lograr su objetivo (o conseguir mayores grados

de eficacia), puesto que responde a las características propias de cada país, en nuestro caso España.

En consecuencia, el escenario perfecto para el desarrollo de la política monetaria única, o lo que es lo mismo, aquel en el que los factores que limitan las condiciones generales para intervenir a favor de la estabilidad de precios son mínimos, se encontraría representado por una disminución del efecto neto en todos los consumos, un efecto proporcional negativo, y un bajo poder explicativo del efecto diferencial sobre el efecto neto total.

Por el contrario, el escenario imperfecto para el desarrollo de la política única, es decir, aquél en el que son los factores diferenciales de determinadas actividades productivas de un país los que determinan la evolución general de los precios limitando, por tanto, la eficacia de la política monetaria única, estaría representado por una ampliación del efecto neto, un escaso valor explicativo del efecto proporcional, y un efecto diferencial que explicase el 100% del efecto neto, o incluso un porcentaje superior, compensando así posibles efectos proporcionales negativos.

El Cuadro 7.1. presenta los resultados de este ejercicio analítico que hemos llevado a cabo, cuyas principales conclusiones expondremos a continuación⁶⁰:

⁶⁰ Se han utilizado los datos expresados en números índice en lugar de las tasas de variación por una cuestión meramente metodológica. La utilización de números índices impiden la aparición de coeficientes de variación negativos que reducirían (e incluso anularían) la capacidad explicativa de los diferentes efectos finales calculados (éstos sí positivos o negativos).

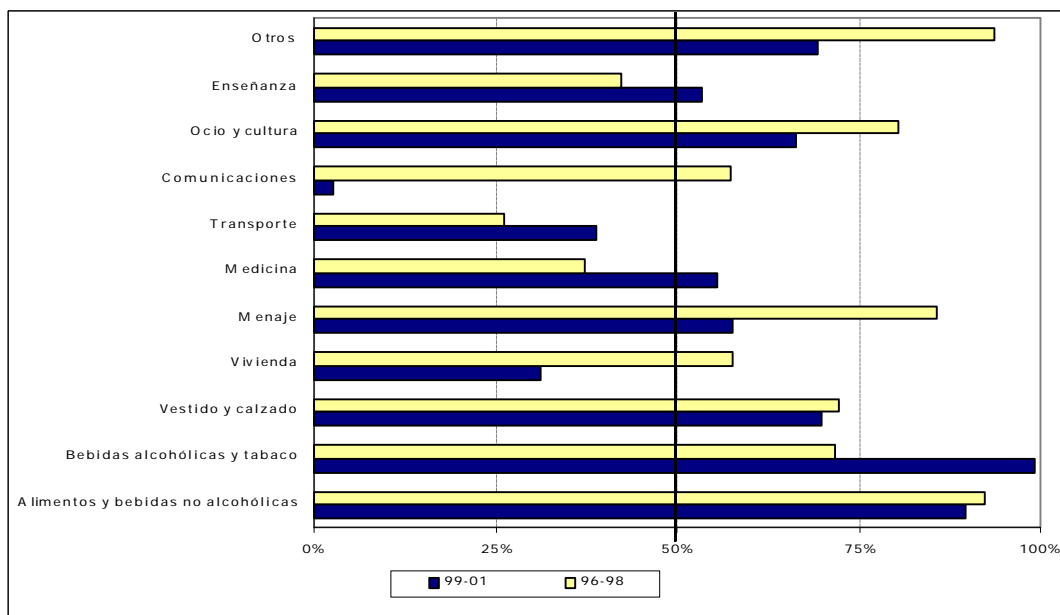
Cuadro 7.1. Resultados del análisis *shift share* entre España y la UEM

PERÍODO: de enero 1996 a enero 1999	Variación real por grupos de consumo	<i>Efecto crecimiento externo</i>	<i>Efecto neto total</i>	<i>Efecto proporcional</i>	<i>Efecto diferencial</i>
General	4,7	2,8	1,9	0,0	1,9
Alimentos y bebidas no alcohólicas	1,7	2,8	-1,1	0,1	-1,2
Bebidas alcohólicas y tabaco	20,9	2,8	18,1	5,1	13,0
Vestido y calzado	5,7	2,8	2,9	-1,8	4,7
Vivienda	5,4	2,8	2,6	1,1	1,5
Menaje	4,8	2,8	2,0	-0,4	2,4
Medicina	5,9	2,8	3,1	7,6	-4,5
Transporte	1,9	2,8	-0,9	-1,4	0,5
Comunicaciones	5,7	2,8	2,9	-8,5	11,4
Ocio y cultura	5,0	2,8	2,2	-0,7	2,9
Enseñanza	8,7	2,8	5,9	3,4	2,5
Hostelería y restauración	8,4	2,8	5,6	2,3	3,3
Otros	5,9	2,8	3,1	0,2	2,9
PERÍODO: de enero 1999 a diciembre 2001	Variación real por grupos de consumo	<i>Efecto crecimiento externo</i>	<i>Efecto neto total</i>	<i>Efecto proporcional</i>	<i>Efecto diferencial</i>
General	9,6	6,7	2,9	0,0	2,9
Alimentos y bebidas no alcohólicas	11,3	6,7	4,6	0,5	4,1
Bebidas alcohólicas y tabaco	10,9	6,7	4,2	0,0	4,2
Vestido y calzado	7,5	6,7	0,8	-0,6	1,3
Vivienda	10,2	6,7	3,5	2,4	1,1
Menaje	7,5	6,7	0,8	-2,3	3,1
Medicina	7,4	6,7	0,7	-2,6	3,3
Transporte	9,1	6,7	2,4	1,5	0,9
Comunicaciones	-8,8	6,7	-15,5	-15,1	-0,4
Ocio y cultura	9,8	6,7	3,1	-3,2	6,3
Enseñanza	13,3	6,7	6,6	3,1	3,5
Hostelería y restauración	12,8	6,7	6,1	2,0	4,1
Otros	8,9	6,7	2,2	0,7	1,5

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

-
- a) España presenta tasas de crecimiento de los precios superiores a las del conjunto de la UEM en el índice general de precios. Al analizar este efecto por grupos de consumo, se observa que el comportamiento no es homogéneo, destacando el fuerte efecto neto negativo de *Comunicaciones*, que se ha reducido en más de 18 puntos básicos.
- b) Hay que resaltar que en este último caso es el efecto proporcional el que parece explicar en gran medida la favorable evolución del efecto neto, lo cual parece un efecto positivo de la UEM. A pesar de que el efecto proporcional no presenta valores negativos en demasiadas actividades, sí parece que la incidencia proporcional de la UEM sobre España provoca en gran medida la ralentización de la inflación.
- c) Por el contrario, son los factores diferenciales de la economía española los que hacen que los precios crezcan más rápidamente. Como ya se ha anticipado, es precisamente una elevada capacidad explicativa del efecto diferencial la que puede estar limitando la eficacia del BCE. A pesar de que esta capacidad explicativa no se ha reducido en todos los consumos, si cabe destacar como nota positiva que ha sido en aquellas actividades en las que el efecto diferencial explicaba más de la mitad del efecto neto donde su capacidad explicativa se ha reducido más rápidamente, salvo en *Bebidas alcohólicas y tabaco*. Esta situación se refleja en el Gráfico 7.7.

Gráfico 7.7. Valor explicativo del efecto diferencial en el efecto neto, antes y después de la política monetaria única

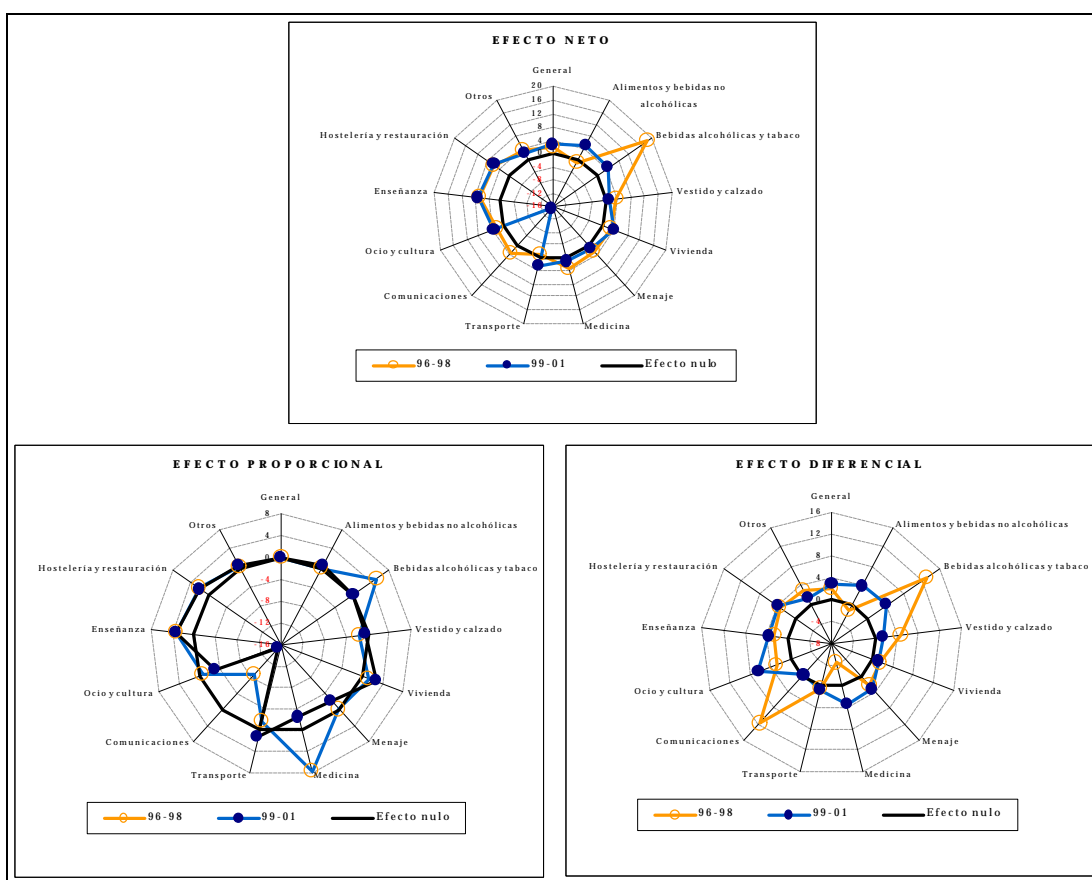


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

- d) Por último, se debe señalar que existen en España algunos grupos de consumo donde el efecto neto es particularmente elevado, y la parte de signo positivo de este efecto está explicada principalmente por condiciones diferenciales. En este sentido tenemos diferentes tipologías: casos como el de *Bebidas alcohólicas y tabaco* donde todo el efecto neto es diferencial (4,2 puntos); otros como *Medicina* y *Ocio y cultura* donde el efecto diferencial (3,3 y 6,3 respectivamente) neutraliza el significativo efecto proporcional negativo (-2,6 y -3,2), resultando finalmente un efecto neto positivo (0,7 y 3,1); o por último, algunos casos como *Enseñanza* y *Hostelería y restauración* donde el elevado efecto diferencial (3,5 y 4,1) se añade a un efecto proporcional menor pero también positivo (3,1 y 2,5), alcanzando efecto netos de amplio orden de magnitud (6,6 y 6,1). Todos estos casos, recogidos en el Gráfico 7.8. parecen tener en común la necesidad de mejorar

la competitividad de las condiciones de oferta de sus actividades en España para desacelerar el crecimiento de los precios, ya que la política monetaria es ineficaz para estabilizar sus precios. En este sentido, se demandan políticas estructurales de oferta, en las que los gobiernos nacionales deben poner énfasis, tal y como señalaremos en el último apartado de este capítulo.

Gráfico 7.8. Valor del efecto neto antes y después de la política monetaria única



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

- e) Lo contrario ocurre con *Vivienda* (que incluye combustibles y electricidad), *Transportes* o *Comunicaciones*, donde o bien la situación de baja competitividad es compartida por el conjunto de la UEM (principalmente *vivienda*), o ya se han adoptado políticas de reforma estructural y

liberalización económica por parte del gobierno español cuyos efectos se están representando en este análisis.

7.4.3. LA EFICACIA DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE EN RELACIÓN A LA POLÍTICA MONETARIA DE LA FED

Por último, parece que una forma lógica de completar la evaluación de la eficacia de la política monetaria del BCE sea comparar sus resultados frente a los resultados logrados por la política monetaria aplicada por la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Para ello, y aprovechando el conjunto de ejercicios llevados a cabo hasta el momento, se ha realizado un nuevo análisis *shift-share* de la evolución de los precios en el conjunto de la UEM frente a su evolución en los EE.UU.

A partir de las explicaciones básicas sobre esta herramienta metodológica ya expuestas en el punto anterior, y recordando que se realiza una división temporal en dos subperíodos (antes y después de la política monetaria única), conviene poner de relieve, tal y como se hizo en el caso anterior, una serie de matizaciones que ayuden a comprender de forma previa el significado de los resultados del ejercicio:

1. El primer aspecto a analizar es el signo del efecto neto. Con todas las reservas que obliga el hecho de que la estabilidad de precios no queda definida por ambas autoridades monetarias de la misma forma, sí parece que un efecto neto negativo implicaría una mayor eficacia de la política monetaria del BCE frente a la de la Reserva Federal. En este mismo sentido, no cabe duda de que un elemento determinante en los factores de competitividad de dos economías es el diferencial de inflación que puedan mantener, lo cual queda representado en el efecto neto.

2. El segundo aspecto es la evolución de la dimensión del efecto neto entre el período de coordinación de las políticas monetarias y el de aplicación de la política monetaria única. Considerando que se están comparando dos subperíodos compuestos por el mismo número de meses, una ampliación del efecto neto en valores absolutos (por ejemplo un diferencial negativo aún mayor) implicaría que lo señalado anteriormente es aún más cierto desde la puesta en práctica de la política monetaria única.
3. El tercer aspecto a tratar se encuentra en la descomposición del efecto neto. Una mayor capacidad explicativa del efecto proporcional equivaldría a una falta de independencia en el control de los precios europeos frente a las tendencias sectoriales internacionales. Por el contrario, una mayor capacidad explicativa del efecto diferencial implicaría un rasgo *diferenciador* en el comportamiento de los precios en la eurozona.

En síntesis, un escenario positivo para la UEM estaría representado por un efecto neto negativo en todos los grupos de consumo, que estuviese explicado en un elevado porcentaje por el efecto diferencial. En esta misma línea, una valoración positiva de la eficacia del BCE estaría representada por una profundización de estos efectos una vez puesta en marcha la política monetaria única.

Obviamente, un escenario negativo quedaría representado por lo contrario. Sin embargo, cabe valorar una situación intermedia en la que a pesar de que el comportamiento general represente eficacia, existan consumos que no continúen la pauta general. Este escenario pondría de nuevo de relieve lo apuntado en el epígrafe anterior sobre la necesidad de profundizar en la liberalización o mejora de la competitividad de determinadas actividades productivas cuya oferta estaría más restringida que en los Estados Unidos. El Cuadro 7.2. recoge los resultados obtenidos.

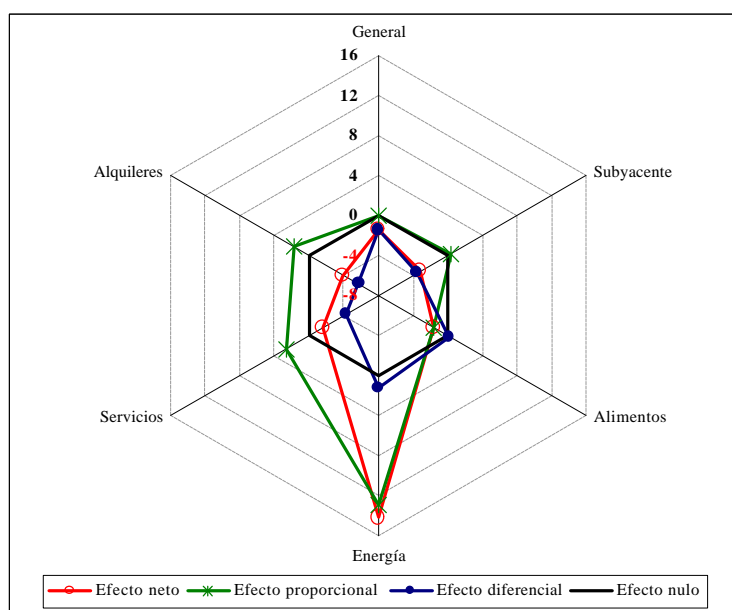
Cuadro 7.2. Resultados del análisis *shift share* entre la UEM y EE.UU.

PERÍODO: de enero 1996 a enero 1999	Variación real por grupos de consumo	<i>Efecto crecimiento externo</i>	<i>Efecto neto total</i>	<i>Efecto proporcional</i>	<i>Efecto diferencial</i>
General	3,8	6,2	-2,4	0,0	-2,4
Subyacente	4,1	6,2	-2,2	-0,2	-1,9
Alimentos	2,5	6,2	-3,8	0,8	-4,6
Energía	2,4	6,2	-3,8	-5,2	1,4
Servicios	6,0	6,2	-0,2	1,0	-1,2
Alquileres	6,8	6,2	0,5	3,7	-3,1

PERÍODO: de enero 1999 a diciembre 2001	Variación real por grupos de consumo	<i>Efecto crecimiento externo</i>	<i>Efecto neto total</i>	<i>Efecto proporcional</i>	<i>Efecto diferencial</i>
General	6,7	8,1	-1,4	0,0	-1,4
Subyacente	4,8	8,1	-3,2	0,3	-3,5
Alimentos	6,5	8,1	-1,6	-1,7	0,2
Energía	22,3	8,1	14,2	12,9	1,3
Servicios	6,4	8,1	-1,7	2,6	-4,3
Alquileres	4,1	8,1	-4,0	1,6	-5,6

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la OCDE: "Main Economic Indicators", varios años..

A continuación se presentan las principales conclusiones de esta análisis, apoyadas gráficamente en los Gráfico 7.9 y Gráfico 7.11.

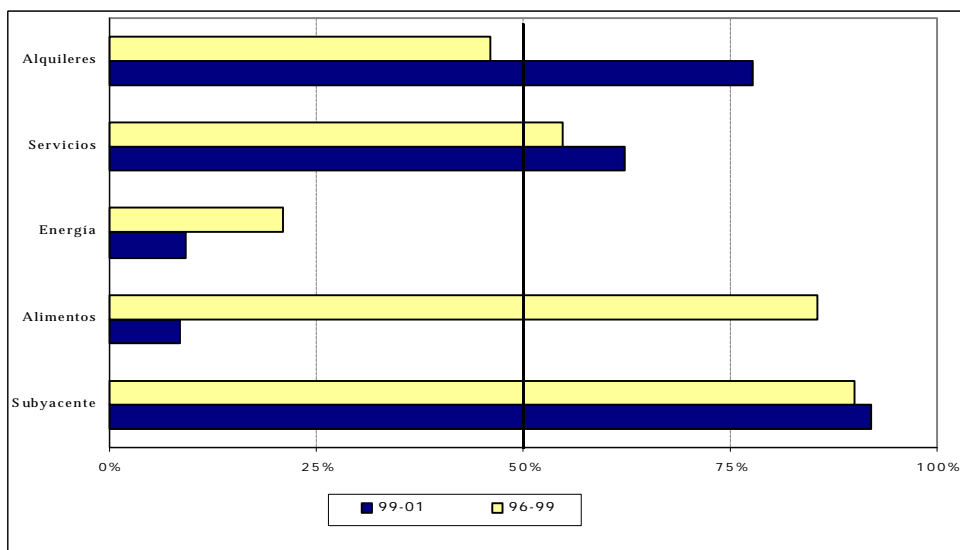
Gráfico 7.9. Principales resultados del análisis *shift-share* entre la UEM y EE.UU.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la OCDE.

- La primera conclusión es que el efecto neto tiene signo negativo; es decir, los precios medidos por el índice general crecen más despacio en la UEM que en los Estados Unidos. Una vez dicho esto, llama la atención el hecho de que aparentemente este comportamiento favorable ha disminuido desde enero de 1999; sin embargo, un análisis más detallado permite explicar esta disminución como consecuencia de las tensiones internacionales en el precio del crudo, ya que se ha profundizado en un punto el signo del efecto neto sobre los precios subyacentes (de -2,2 a -3,2).
- Unido a lo anterior, se observa claramente que la mayor representatividad del efecto proporcional se da en *Energía*, que ha pasado de -5,2 a 12,9. Únicamente en *alimentos* el efecto proporcional en la etapa de la política monetaria única es positivo.

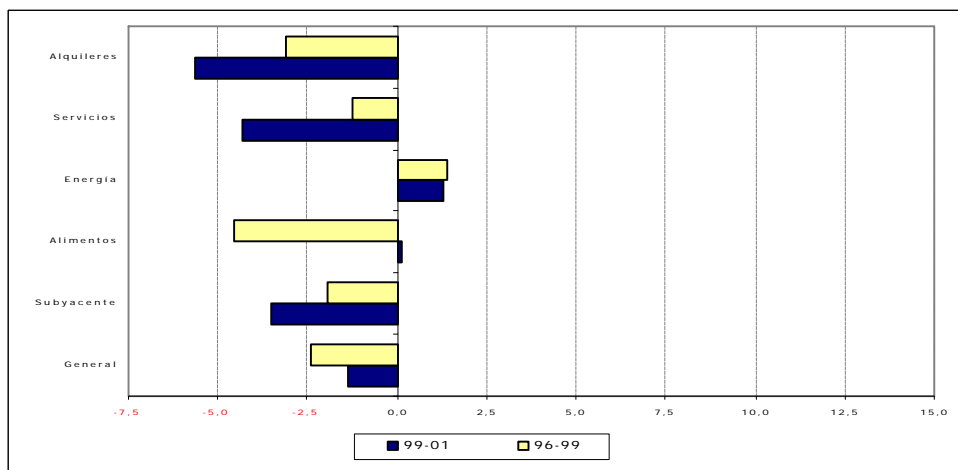
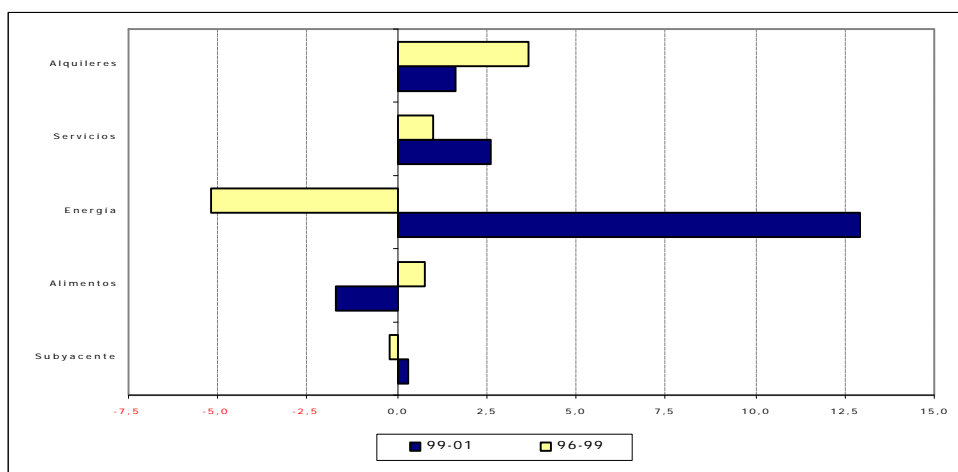
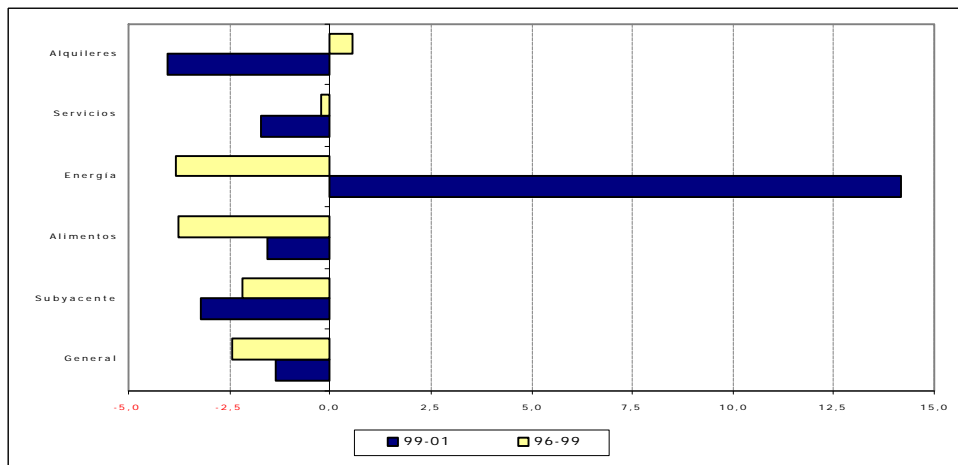
- c) El efecto diferencial muestra números negativos en todos los consumos de carácter subyacente, incluidos los servicios donde además se está produciendo una acentuación de sus valores negativos.
- d) Por último, el valor explicativo del efecto diferencial en el efecto neto ha crecido significativamente desde la puesta en marcha de la política del BCE, situándose por encima del 50% en todos los grupos salvo *energía* y *alimentos*. Este hecho se puede observar en el Gráfico 7.10.

Gráfico 7.10. Valor explicativo del efecto diferencial en el efecto neto, antes y después de la política monetaria única



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la OCDE.

Gráfico 7.11. Valor del efecto neto, proporcional y diferencial antes y después de la política monetaria única



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la OCDE.

7.5. LOS COSTES DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

A lo largo de este capítulo de nuestra Tesis Doctoral hemos tratado de ofrecer a través de diferentes herramientas de análisis una visión de la política monetaria única desde la perspectiva de su eficacia, evaluando el logro de su objetivo prioritario a lo largo de sus tres primeros años de existencia. Entre las principales conclusiones obtenidas a este respecto podemos señalar las siguientes:

- El diseño de la política monetaria única y de modo particular su estrategia, a pesar de haber sido explicados profusamente, resultan complejos y poco claros como para interpretar la toma de decisiones por parte del BCE.
- La toma de decisiones, por otra parte, parece que se apoya de forma adicional en algún tipo de regla de política monetaria no anunciada previamente, dificultando aún más la interpretación de dichas decisiones.
- Por último, la política monetaria parece que no es totalmente eficaz al analizar sus resultados sobre los distintos componentes sectoriales de la inflación, por lo que debe complementarse con un conjunto de actuaciones coordinadas de política económica, que eliminen las barreras estructurales a la libre formación de precios que aparecen en algunos sectores.

Sin embargo, a pesar de estas limitaciones podemos decir que la política monetaria única es un éxito frente a la coordinación de las políticas monetarias de cada Estado existente previamente, y aunque sus logros todavía no se han puesto de manifiesto claramente, el transcurso de los años irá perfeccionando los aspectos más dudosos que dificultan que ésta se muestre con total eficacia⁶¹. A este respecto, existe

⁶¹ Vid. ISSING, O. (2000): “The ECB’s monetary policy: experience after the first year”, *Journal of Policy Modeling*, vol. 22, nº 3; pp. 325-343.

incluso la opinión de que son necesarias tres condiciones básicas para que la política monetaria única tenga éxito, condiciones que por otra parte son difíciles de alcanzar⁶².

1. La primera condición se refiere a la consideración de la UEM como un área monetaria óptima, en la que los beneficios de la moneda única superen a los costes.
2. En segundo lugar, es necesario reducir al máximo las diferencias entre las estructuras económicas y financieras de las economías de los países integrantes, de forma que los mecanismos de transmisión de efectos de la política monetaria funcionen de forma homogénea en todo el área.
3. Por último, se considera que la definición de los objetivos y preferencias de la política económica para el área debe ser homogénea con las preferencias de cada uno de los Estados individualmente considerados, para lo cual debe existir un alto grado de coordinación.

Analizaremos a continuación estas tres condiciones, así como su vinculación directa con lo que se podrían considerar costes de la política monetaria común. Necesariamente, para que la eficacia de esta última se analice con la máxima rigurosidad debemos hacer una referencia, aunque sea breve, a los costes que ha supuesto la existencia de una política monetaria común, que ha obligado a los Estados miembros a renunciar a una serie de instrumentos en aras del éxito de la UEM.

Inicialmente, debemos referirnos al propio hecho de la pérdida de soberanía en materia de política monetaria. Las autoridades de los Estados miembros han renunciado al instrumento macroeconómico de la política monetaria de forma individual, siendo ésta ahora responsabilidad de una institución supranacional como es el SEBC.

⁶² Vid. ANGELONI, I. y MOJON, B. (2000): “After the changeover: three conditions for a successful single monetary policy”, *EURO*, nº 50, special edition; pp. 19-28.

Junto a la pérdida de este instrumento, también se reconoce como uno de los mayores costes la pérdida del tipo de cambio nominal ante la aparición de una moneda común como es el euro, perdiendo así uno de los principales instrumentos de ajuste entre las distintas economías del área, sobre todo en el supuesto caso de que se produjese alguna perturbación externa⁶³ imprevista que afectase de forma asimétrica a los distintos Estados miembros.

Este problema se asocia a la literatura existente sobre las áreas monetarias óptimas⁶⁴, desarrollada en la década de los sesenta por Mundell, McKinnon y Kenen. Como se ha señalado anteriormente, el hecho de que la UEM en un futuro pudiese considerarse un área monetaria óptima sería fundamental para contribuir al éxito de la política monetaria común⁶⁵.

Según la teoría de las áreas monetarias óptimas de Mundell⁶⁶, se define ésta como una unidad económica compuesta de regiones afectadas simétricamente por las perturbaciones económicas y entre las cuales el trabajo y los restantes factores de producción fluyen libremente. En ausencia de movilidad del factor trabajo y rigideces salariales, el tipo de cambio nominal se convierte en el mecanismo de ajuste idóneo para superar posibles desequilibrios macroeconómicos. Así, la desaparición del tipo de cambio se traduce en la pérdida de un mecanismo de ajuste importante en el caso de que

⁶³ Se entiende por perturbación económica externa cualquier hecho que tenga un impacto directo o indirecto sobre las variables endógenas del sistema sin estar determinado por dicho sistema.

⁶⁴ La cesión de soberanía en materia de política monetaria y de tipo de cambio exige para que tenga sentido económico, que los países que se integren reúnan las condiciones que les permitirían formar un área monetaria óptima. Véase AHIJADO, M. (1998): *“La Unión Económica y Monetaria Europea. Mitos y realidades”*. Ed. Pirámide. Madrid, p. 93. Un análisis completo de carácter empírico al respecto se puede encontrar en BAYOUMI, T. y EICHENGREEN, B. (1996): *“Operationalizing the Theory of optimum currency areas”*, CEPR, Discussion Paper, nº 1484; pp. 2-18.

⁶⁵ Vid. ANGELONI, I. y MOJON, B. (2000): *“After the changeover: three conditions ...”*; op. cit.; pp. 19-20.

⁶⁶ Para un estudio detenido de esta teoría véase MUNDELL, R. (1961): *“A theory of optimum currency areas”*, *American Economic Review*, vol. 51; pp. 715-725.

los países integrantes de esa unión monetaria sufran *shocks* de carácter asimétrico. Según esto, las condiciones para que un área monetaria sea óptima serían que existiese suficiente flexibilidad salarial o suficiente movilidad del factor trabajo⁶⁷.

McKinnon, por su parte, señala como determinante del área monetaria óptima el grado de apertura de una economía, el cual permite al mismo tiempo la consecución del objetivo de equilibrio interno y externo⁶⁸. Según este autor, un área monetaria se puede considerar óptima cuando la política monetaria, la política fiscal y la política de tipo de cambio se utilizan de la mejor forma posible para conseguir los objetivos de empleo, precios y equilibrio externo. Así, cuanto mayor sea el grado de apertura, menores serán los costes derivados de formar parte de un área monetaria óptima.

Por último, Kenen plantea como criterio determinante el grado de diversificación productiva, de forma que cuanto mayor sea éste, menores serán los costes asociados a *shocks* externos que tendrá que asumir una economía⁶⁹. Es preferible la producción diversificada que la especialización, debido a que ésta es en gran medida fuente de *shocks* de carácter regional.

Las críticas a estos estudios plantearon la posible incompatibilidad de los tres criterios en la consideración de un área monetaria como óptima surgiendo nuevas teorías sobre integración monetaria, que aunque con menor fuerza, se centraban en el análisis de los costes y beneficios de pertenecer a un área monetaria óptima, y no tanto en las exigencias para que un área monetaria fuese óptima.

⁶⁷ Vid. GRAUWE, P de (1994): “*Teoría de la Integración Monetaria*”. Celeste Ediciones. Madrid; pp. 41-71.

⁶⁸ Vid. McKINNON, R. (1963): “Optimum currency areas”, *American Economic Review*, vol. 53; pp. 717-725.

⁶⁹ Vid. KENEN, P. (1969): “The theory of Optimum Currency Areas: an eclectic view” en R. Mundell y A. Svaboda (eds). *Monetary problems of the international economy*. The Chicago University Press; pp. 41-60.

La aparición de la UEM en el proceso de integración europea puso de nuevo de actualidad el debate sobre la creación de un área monetaria óptima y los requisitos que ésta debía cumplir para que funcionase eficientemente⁷⁰. A este respecto, los defensores de la UEM dudaban de la utilidad del tipo de cambio como mecanismo de ajuste, señalando que los costes en términos de éste podían estar sobrevalorándose. La cuestión más relevante era por tanto, analizar qué tipo de perturbaciones podrían producirse y los mecanismos de ajuste que serían necesarios para superarlas, garantizando el éxito futuro de la unión⁷¹.

El planteamiento previo a la aparición de la UEM era el siguiente. Si predominaban las perturbaciones asimétricas, la necesidad de una respuesta distinta de política económica en el país o países afectados por las mismas podría requerir la utilización de las políticas autónomas que la unión monetaria elimina, mientras que si predominaban las simétricas, la política monetaria común y las modificaciones del tipo de cambio con respecto a países no miembros podrían ser utilizadas para absorber sus efectos negativos. Así, el coste de integrarse quedaba minimizado si las economías sufrían *shocks* de carácter simétrico, mientras que si éstos eran asimétricos, la pérdida del tipo de cambio podía ser importante al tener dichos *shocks* un carácter deflacionista y recesivo sobre esa economía.

⁷⁰ Vid. KOUPARITSAS, M. A. (1999): "Is the EMU a viable common currency area?. A VAR analysis of regional business cycles", *Economic Perspectives*, 1^{er} trim., Federal Reserve Bank of Chicago; pp. 2-20.

⁷¹ Entre las distintas perturbaciones podemos distinguir, por un lado, en función del origen, entre perturbaciones de oferta, de demanda nominales y de demanda reales. Se tiende a asociar las perturbaciones de carácter sectorial con las perturbaciones de oferta, y las perturbaciones nacionales con perturbaciones de demanda. Por otro lado, distinguimos entre perturbaciones comunes que afectan a todos los países y perturbaciones específicas o propias de cada uno de ellos. De forma más significativa también se distingue entre perturbaciones simétricas y asimétricas. Las primeras tienen un efecto similar en los países considerados y las segundas un impacto diferente en un determinado país. Las perturbaciones de origen común pueden ser simétricas o asimétricas en función, por ejemplo, de las diferencias en el grado de especialización productiva, de las preferencias de los gobiernos, de los mecanismos de transmisión monetaria o de las características del mercado de trabajo, mientras que las perturbaciones específicas son por propia definición asimétricas. Por último, puede hablarse de perturbaciones temporales y permanentes,

No obstante, hasta ahora no se ha producido ningún *shock* imprevisto que haya hecho necesario recurrir a mecanismos de ajuste y por lo tanto, aunque este aspecto fue objeto de una fuerte discusión en los años previos al comienzo de la UEM, todavía no nos hemos enfrentado a una situación clara que obligue a tomar una postura única y coincidente al respecto. En cualquier caso, parece también que la propia aparición de la UEM ha contribuido a reducir el grado de asimetría de las perturbaciones e incluso se habla de un origen común de las mismas, manifestándose el grado de asimetría en los efectos que producen en los distintos países como consecuencia del problema de elección entre distintos objetivos para el resto de políticas nacionales, las diferencias en los mecanismos de transmisión monetaria, las características del mercado de trabajo o la diferente especialización productiva⁷². La homogeneización de estos factores, como hemos señalado al inicio del capítulo, también se considera una condición necesaria para que la política monetaria común tenga éxito en el logro de su objetivo⁷³.

Por otro lado, las diferentes políticas y los mecanismos de transmisión tienden a ser cada vez más homogéneos, y en cuanto al mercado de trabajo, la consecución del objetivo de la estabilidad de precios favorece la flexibilidad de los salarios reales, siendo por tanto, las diferencias en la estructura productiva de las economías pertenecientes a la UEM el factor que puede provocar efectos más diferenciados e incluso un aumento en el grado de asimetría de las perturbaciones. Las diferencias de carácter inicialmente cíclico y en mayor medida estructural⁷⁴, son importantes hasta el punto de dificultar la

en función de su durabilidad en el tiempo. Véase a este respecto BAYOUMI, T. y EICHENGREEN, B. (1996): “*Operationalizing the Theory ...*”; op. cit.; pp. 2-4.

⁷² Vid. GUIZO, L., KASHYAP, A.K., PANETTA, F. y TERLIZZESE, D. (1999): “Will a common European monetary policy have asymmetric effects?”, *Economic Perspectives*, 4º trim., Federal Reserve Bank of Chicago; pp. 56-75 y MIHOV, I. (2001): “Monetary policy implementation and transmission in the EMU”, *Economic Policy*, nº 33, CEPR; pp. 371-406.

⁷³ Vid. ANGELONI, I. y MOJON, B. (2000): “After the changeover: three conditions ...”; op. cit.; pp. 21-23.

⁷⁴ Vid. BJÖRKSTÉN, N. y SYRJÄNEN, M. (1999): “*Divergences in the Euro Area: a cause for concern?*”, Discussion Papers, Bank of Finland; pp. 8-16.

asimilación de los beneficios y la superación de los efectos negativos que puedan aparecer por parte de las diferentes economías⁷⁵.

Por ello, tal y como hemos señalado previamente, es necesario un gran esfuerzo en las políticas de reforma estructural en todo el área, de forma que se intenten reducir al máximo dichas diferencias que dificultan que la UEM sea considerada como un área común que se enfrenta a los mismos problemas y que los soluciona de forma coordinada buscando la máxima eficacia. Por tanto, la política monetaria común para ser eficaz debe ser apoyada por el resto de políticas macroeconómicas y de oferta diseñadas de forma coordinada por todos los Estados miembros⁷⁶.

En este sentido, debemos referirnos también a la situación en la que se encuentra la política fiscal, que aunque es desarrollada por las autoridades nacionales de forma individualizada se encuentra restringida por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento, aprobado por el Consejo Europeo en Amsterdam en julio de 1997, surgió por la necesidad de imponer cierto grado de disciplina presupuestaria a los Estados miembros que accediesen a la UEM como una continuidad de la situación fiscal alcanzada durante la fase previa del proceso de integración⁷⁷. En última instancia, se pretende limitar el déficit público permitido al nivel establecido en el criterio de convergencia del 3% del PIB, penalizando déficits superiores a este nivel mediante sanciones⁷⁸.

⁷⁵ Vid. KOUPARITSAS, M. A. (1999): "Is the EMU a viable ..."; op. cit.; pp. 4-14.

⁷⁶ Un análisis detenido de los principales objetivos de la política de reforma estructural, así como de sus principales medidas se encuentra en PAREJO GÁMIR, J.A., CALVO BERNARDINO, A. y PAUL GUTIÉRREZ, J. (1995): "*La política económica de reformas estructurales*", Editorial CEURA.

⁷⁷ Vid. FERREIRO, J. (1997): "El Pacto de Estabilidad: implicaciones para la construcción de la UEM", *Boletín Económico ICE*, nº 2437; pp. 21-31.

⁷⁸ Las sanciones se constituyen en forma de depósitos que son transformables en multa a los dos años, en el caso de que no se haya corregido el desequilibrio presupuestario. Las sanciones tendrán dos componentes: uno fijo, del 0,2% del PIB, y el segundo, variable del 0,1% del PIB por cada punto de

En la práctica, este Pacto es una nueva restricción a la política macroeconómica de los distintos países, ya que limita el tipo de política fiscal desarrollada de forma individualizada. Su existencia, sin embargo, estimula la coordinación de la política fiscal de los distintos gobiernos de los países miembros, facilitando los esfuerzos para llevar a cabo políticas coordinadas, mucho más ventajosas en áreas integradas⁷⁹.

No obstante, algunas críticas vertidas hacia el mismo se refieren al hecho de que ante las desigualdades que puedan existir entre los países menos fuertes y la posible aparición de *shocks* de carácter asimétrico la política fiscal está restringida, no pudiéndose utilizar como mecanismo adecuado de ajuste.

En una unión monetaria y ante la ausencia de la política monetaria como mecanismo de ajuste, la carga del mismo recae sobre la política fiscal. Pero existen dos formas de utilizar ésta, bien afectando directamente al presupuesto comunitario, y que a través de éste se establezcan las fluctuaciones económicas, o bien mediante un sistema de prestaciones por desempleo a nivel regional, desde las regiones más ricas hacia las regiones más deprimidas. Se exigiría una fuerte disciplina presupuestaria en la que se compartiese el riesgo en las fases altas del ciclo, y se incurriese a nivel interregional en déficits en las fases de recesión⁸⁰. No obstante, esto exigiría la creación de un presupuesto federal que sustituyese al actual presupuesto comunitario⁸¹.

exceso sobre el tipo fiscal del 3%, con un techo máximo de sanción total del 0,5% anual, acumulable año a año. No obstante, se admiten excepciones a estas sanciones si se considera la existencia de *circunstancias excepcionales* definidas por el ECOFIN en función de las reducciones en el crecimiento económico real y las circunstancias de las mismas. El ejemplo más reciente de esta situación ha sido el caso de Alemania. Por otro lado, la situación de *excepcionalidad* no puede ser superior a un año.

⁷⁹ Vid. EICHENGREEN, B. y WYPLOSZ, Ch. (1998): "The Stability Pact: more than a minor nuisance?", *Economic Policy: A European Forum*, nº 26, julio; pp. 71-78.

⁸⁰ Vid. FATÁS, A. (1998): "Does EMU need a fiscal federation?". *Economic Policy: A European Forum*, nº 26, julio; pp. 168-170.

⁸¹ El presupuesto comunitario tiene actualmente unas características que no le permiten llevar a cabo una función estabilizadora eficiente.

Esta última opción es la existente en los EE.UU., donde el presupuesto federal y el sistema de transferencias interregionales existente permiten superar los costes asociados a la existencia de una moneda única, y la desaparición de los tipos de cambio⁸². En los EE.UU. la existencia de un presupuesto federal es el estabilizador automático por excelencia, asegurando transferencias a los estados en el caso de sufrir perturbaciones específicas.

No obstante, en el caso de que se estableciese el federalismo fiscal en un ámbito como el de la UEM, sin previa experiencia como área monetaria común, sería difícil asegurar el éxito en el funcionamiento riguroso de las transferencias en el caso de que los *shocks* fuesen permanentes. Ex-ante, los acuerdos existirían sin problema, pero ex-post podría ocurrir que algunos países fuesen reacios y se opusiesen a continuar con las transferencias⁸³. Además, esta opción tampoco es fácil, ya que la UE y la UEM no constituyen una unión política plena, y aunque éste fuese el objetivo futuro, todavía no existe el suficiente respaldo al hecho de renunciar a la soberanía fiscal a cambio de la creación de un estado federal que tuviese su presupuesto federal correspondiente, desapareciendo por tanto los presupuestos nacionales y el presupuesto comunitario tal y como está actualmente diseñado. Por otro lado, no existe una opinión uniforme respecto a los beneficios asociados a la creación de un presupuesto federal para la UEM e incluso algunas estimaciones concluyen que son mucho menores que los previamente pensados⁸⁴.

Tal y como hemos señalado anteriormente, todavía no se ha producido ningún *shock* o perturbación de gran magnitud y con efectos asimétricos entre los distintos países integrantes del área, que nos obligue a dar una respuesta a los problemas que

⁸² *Ibidem*.

⁸³ Vid. BEGG, D. (1997): “*The design of EMU*”, IMF, Working Paper; pp. 25-29.

⁸⁴ Véase FATÁS, A. (1998): “Does EMU need a fiscal ...”; op. cit.

surgen ante la aparición de la UEM y la política monetaria única, por lo que esta cuestión seguirá siendo objeto de debate y análisis futuros.

CAPÍTULO 8

CONCLUSIONES

8.1. CONCLUSIONES

La aparición de la Unión Económica y Monetaria Europea y la política monetaria única se puede considerar un éxito en el camino iniciado en la década de los años setenta del pasado siglo con la publicación del Informe Werner, en el que se planteaba por primera vez la posibilidad de crear una unión monetaria.

A lo largo de este trabajo hemos analizado de forma pormenorizada el elemento más característico de dicha unión monetaria, es decir, la política monetaria única implantada el 1 de enero de 1999. Por primera vez, un conjunto de países renuncian totalmente a su soberanía en materia de política monetaria, accediendo a desarrollar ésta de forma común y bajo una nueva autoridad supranacional.

Nuestro objetivo en este último capítulo de nuestra Tesis Doctoral es exponer las principales conclusiones obtenidas en la investigación llevada a cabo sobre ella y recogida en los capítulos anteriores. Muchas de estas conclusiones ya han quedado como es natural recogidas detalladamente a lo largo de este trabajo, por lo que nuestra intención ahora es simplemente exponer con brevedad, de forma sintética y ordenada, los resultados más significativos que se han alcanzado, con el fin de obtener una visión global y completa de los mismos.

Las principales conclusiones obtenidas son las siguientes:

1.- El objetivo primordial de la política monetaria de la UEM es lograr la estabilidad de los precios. Dicho objetivo está justificado no sólo porque se recoge expresamente en un texto legal, sino porque también existe un alto grado de acuerdo entre la gran mayoría de los Bancos Centrales en que la política monetaria es el instrumento que puede actuar con mayor eficacia para el logro del mismo.

Además, el objetivo de la estabilidad de precios proporciona un marco de estabilidad necesaria para que una economía, en este caso la de la UEM, pueda alcanzar una tasa de crecimiento sostenido, contribuyendo también por tanto al logro del resto de objetivos de la política económica de la eurozona.

A lo largo de estos tres primeros años, la definición del objetivo por parte del BCE es la cuestión que más críticas ha planteado por su falta de concreción. Ciertamente, existe un límite superior del 2% a dicho objetivo pero no un límite inferior, lo que provoca numerosas especulaciones al determinar el nivel óptimo del mismo, y por otro lado, tampoco está claro qué se entiende por medio plazo, horizonte definido para su consecución. Incluso se critica la propia elección del índice utilizado para medir el objetivo.

Al comparar la definición del objetivo de la política monetaria en la UEM y en los EE.UU. observamos además que la Reserva Federal no define explícitamente un objetivo para su política monetaria, ya que simplemente establece un mandato dual consistente en alcanzar no sólo la estabilidad de precios sino también el pleno empleo, todo ello en aras a garantizar un alto nivel de crecimiento sostenido. No proporciona ninguna información adicional al respecto y por tanto tampoco cuantifica dichos objetivos, ni señala la referencia temporal para su consecución. En el caso de los EE.UU., sin embargo, esto no supone un perjuicio a la credibilidad en la actuación de la FED, ya que su extensa trayectoria y experiencia a lo largo de los años ya le han proporcionado una reputación que no está en peligro. Esta es la principal desventaja en este ámbito del BCE, ya que debido a su reciente aparición y nula experiencia, desde el principio se ha visto obligado a proporcionar cuanta más información mejor sobre su política monetaria, bien sea sobre el objetivo de la misma, sobre el diseño de su estrategia o sobre su instrumentación.

Por ello, el BCE considera que su definición es bastante clara y precisa y que cualquier modificación o aclaración podría dañar su credibilidad más de lo que le dañan las críticas a algunos aspectos concretos de la misma.

2.- La puesta en marcha de la política monetaria única exigió la creación de una nueva institución encargada tanto del diseño como de la instrumentación de la misma, el SEBC, constituido por el BCE y por los BCNs, que desarrolla esta labor en un marco de armonización y descentralización perfectamente compatibles.

Al ser una institución de nueva creación, el BCE ha estado y continuará estando en los próximos años en el punto de mira de los especialistas en esta materia, que le han exigido desde el primer momento mayores dosis de independencia, credibilidad y transparencia. Estas tres características junto con la rendición de cuentas se consideran fundamentales en la actividad de cualquier banco central, aunque actualmente la atención está centrada sobre el BCE.

El grado de independencia de que disfruta el BCE en nuestra opinión es bastante elevado, especialmente en lo que se refiere a independencia instrumental, aunque en ocasiones ha sido criticado por dejarse llevar por las decisiones de política monetaria de la FED con un cierto retraso.

Evidentemente, el proceso de globalización e internacionalización que se está desarrollando en los últimos años hace que las decisiones tomadas por un banco central tengan una influencia directa en la economía y especialmente en los mercados financieros del resto de países, por lo que inevitablemente existe una interconexión entre las decisiones tomadas por cada uno de ellos que no hay que obviar. No obstante, en el caso particular del BCE, en ocasiones la justificación de algunas decisiones de política monetaria ha sido insuficiente o poco coherente con las pautas definidas en su estrategia, respondiendo en mayor medida a la situación internacional y a las decisiones de la FED en materia de política monetaria.

Del mismo modo, la actuación del BCE no goza de un grado suficiente de credibilidad, ya que su experiencia a lo largo de estos tres primeros años de su existencia ha estado salpicada de continuas críticas a su actuación. En algunos casos, el propio BCE ha asumido dichas críticas y les ha puesto solución, como ocurrió con la publicación de las proyecciones de inflación propias que reforzaba al mismo tiempo su transparencia, pero en otros casos dichas críticas siguen estando ahí, dañando su credibilidad.

Sin embargo, sí se está potenciando, incluso en mayor medida respecto a las exigencias establecidas legalmente, el grado de transparencia y comunicación en la actuación del BCE, ya que continuamente se publica información sobre todo el proceso relacionado con su toma de decisiones, y los efectos de las mismas, e igualmente hay un excesivo interés de la institución por respaldar su actuación públicamente, no sólo por parte del sector privado sino también por parte de los órganos comunitarios, por lo que el grado de rendición de cuentas es muy elevado.

También se ha criticado duramente al BCE por no publicar las actas de las reuniones de su Consejo de Gobierno ni los votos de los distintos miembros en la toma de sus decisiones, lo que constituye una falta de transparencia. El Tratado de la Unión Europea prohíbe no obstante ambas cosas para evitar posiciones individuales en la toma de decisiones, de forma que la responsabilidad de las mismas sea del Consejo en su conjunto. Sólo pueden publicarse los resultados de las deliberaciones, es decir, las decisiones de política monetaria. Con el fin de solucionar en parte esta situación, el Parlamento Europeo estableció, desde mediados de 2001, la publicación de resúmenes de las distintas posturas discutidas en las reuniones y los votos a las mismas de forma anónima, en un intento al mismo tiempo de evitar que demasiada información sobre las deliberaciones pudiese crear confusión en el sector privado.

Podemos concluir, en este sentido, que el BCE, a pesar de ser una institución de nueva creación con unas características previas claramente definidas, se está esforzando

continuamente desde el principio para reforzar su credibilidad y transparencia y conseguir una buena reputación que facilite la aceptación generalizada de sus decisiones de política monetaria.

3.- La elección de la estrategia de la política monetaria única y el marco operativo en el que la misma queda encuadrada se han aprovechado en gran medida de la experiencia de los BCNs de los países pertenecientes a la UEM.

En cuanto a la elección de la estrategia se analizaron distintas posibilidades desarrolladas por dichos países, seleccionando una estrategia mixta en la que el objetivo prioritario era la estabilidad de los precios, y por tanto todas las actuaciones debían ir dirigidas hacia la consecución del mismo. En nuestra opinión *la estrategia es mixta* porque toma elementos tanto de la estrategia monetaria más tradicional en dos niveles, al definir un agregado monetario como variable de referencia para la toma de decisiones, como de la estrategia directa al definir un objetivo específico en términos de inflación a medio plazo y cuantificarlo.

La principal referencia de la estrategia monetaria es la política monetaria del Bundesbank alemán aplicada hasta 1998. En el momento de su definición se consideraba también que dicha influencia podría ser un intento de transferir al BCE parte de la credibilidad y reputación antiinflacionista alcanzada por este banco central. Por su parte, el Banco de España y el Suomen Pankki (Banco Central de Finlandia) con experiencia en la utilización de la estrategia directa, son las referencias utilizadas en la determinación de otros elementos más vinculados a ésta última.

Se podría decir por tanto que la estrategia de la política monetaria única toma los elementos que más le convienen de una y otra estrategias previas, teniendo en cuenta las circunstancias iniciales en que surge la política monetaria común y los principios de eficacia, transparencia y rendición de cuentas que debe cumplir.

El marco operativo formado por los instrumentos y procedimientos utilizados para una aplicación eficiente de la política monetaria única también recoge la influencia de las políticas monetarias nacionales aplicadas previamente, ya que en última instancia la infraestructura para la aplicación de la política monetaria única de forma descentralizada es la existente previamente en cada BCN.

Ha sido necesario también en este sentido armonizar las prácticas habituales de muchos bancos centrales en términos de la variedad y amplitud de sus instrumentos de política monetaria, la frecuencia de su utilización e incluso el grado de discrecionalidad de cada BCN a la hora de utilizarlos. Igualmente, los procedimientos de subasta, las entidades participantes en las operaciones de política monetaria y los activos de garantía utilizados como colaterales han sido homogeneizados con el fin de potenciar un tratamiento equitativo para todas las operaciones y entidades en cualquier país dentro del área.

4.- La estrategia de la política monetaria única se *estructura en dos pilares* que proporcionan al Consejo de Gobierno del BCE la información suficiente para tomar las decisiones más adecuadas. El primer pilar consiste en la definición de una tasa de crecimiento del agregado monetario M_3 como variable de referencia, en el sentido de que no es un objetivo intermedio en si mismo, como se podría pensar, sino que simplemente es una referencia a tener en cuenta. Por ello, tampoco implica una actuación inmediata ante una desviación del valor establecido para el mismo. Dicho valor se ha fijado desde el momento de la puesta en marcha de la política monetaria única en el 4,5% y se ha revisado anualmente en diciembre de cada año sin variarlo, al considerar que los supuestos utilizados para su cálculo se mantienen estables.

La consideración del agregado monetario también pone de manifiesto la vinculación entre el objetivo de la estabilidad de precios y la cantidad de dinero de una economía. A largo plazo, la inflación es un fenómeno monetario y por esta razón se ha otorgado un papel relevante al crecimiento del agregado monetario M_3 , que es posible

también por la existencia de una relación estable a medio plazo entre la demanda de dinero y el nivel de precios del área.

Para afianzar este último razonamiento, antes de la puesta en funcionamiento de la política monetaria única, se llevaron a cabo numerosos estudios empíricos que analizaban si el comportamiento de un agregado para el área en su conjunto se comportaba de forma estable y qué tipo de agregado lo hacía en mayor medida. La conclusión derivó en la elección de un agregado monetario amplio como M_3 , cuya evolución formaría parte de la estrategia de la política monetaria única. Hacia estos planteamientos se han dirigido también algunas críticas que señalan que no hay suficiente evidencia respecto a la estabilidad de la demanda de dinero en el área y que incluso la relación entre inflación y cantidad de dinero se ha debilitado mucho por los procesos de innovación y desregulación financiera. El BCE, por su parte, continúa realizando análisis de este tipo y se mantiene firme en su postura. Un agregado monetario amplio cumple además bastante bien las propiedades para ser indicador adelantado de la evolución de los precios.

La inclusión del primer pilar hace que la estrategia se aproxime a la estrategia monetaria, pero se diferencia de ella en que el agregado no actúa como objetivo intermedio y por tanto no se va a responder inmediatamente ante la evolución del mismo. Desviaciones significativas del agregado son no obstante indicativas de riesgos para la evolución de los precios, obligando al Consejo de Gobierno a prestar una atención especial a los datos en sucesivos períodos, con el fin de distinguir los elementos permanentes de los temporales o transitorios de dicha evolución, actuando conforme a la información también proporcionada por el segundo pilar.

A lo largo de los tres primeros años de funcionamiento de la política monetaria común, la evolución de este agregado se ha seguido además con gran flexibilidad. A excepción del primer trimestre de 2001, la tasa de crecimiento del mismo se ha alejado, en algunos momentos significativamente, del valor de referencia del 4,5%; la media

móvil trimestral, que es la variable definida para analizar esta evolución eliminando los sesgos más acusados, así lo confirma.

Por su parte, el Consejo de Gobierno en todo momento ha considerado que esta evolución no representaba riesgos para la estabilidad de los precios a medio plazo, por lo que dicho pilar se ha considerado de forma bastante flexible en la toma de decisiones de política monetaria. Las decisiones de variaciones de los tipos de interés por parte del BCE en algunas ocasiones no se han correspondido con las que deberían haber sido si se hubiese atendido exclusivamente a la información proporcionada por el primer pilar de la estrategia.

5.- El segundo pilar de la estrategia de la política monetaria única consiste en analizar un conjunto amplio de indicadores formado por numerosas variables económicas y financieras, así como por previsiones de inflación y encuestas de confianza. La información proporcionada por el segundo pilar se utiliza de forma conjunta con los resultados obtenidos de la evolución de los agregados monetarios, con el fin de tomar las decisiones más oportunas de política monetaria.

La información obtenida por el conjunto de indicadores es muy numerosa, excesiva según algunos, ya que un elevado volumen de datos, en algunos momentos, puede llevar incluso a tener que tomar decisiones contrarias. Además, hace imposible anticipar los resultados del análisis de dicha información sobre la evolución de la inflación, evitando que los agentes puedan prever las decisiones del BCE. No obstante, el análisis de esta información se realiza con la perspectiva de medio plazo, ya que el objetivo último está definido para dicho horizonte temporal.

Las previsiones de inflación que se utilizan como indicadores proceden no sólo del BCE, sino también de otros organismos internacionales. Respecto a sus propias previsiones, el BCE considera que no son predicciones en sentido estricto sino tan sólo proyecciones, ya que los supuestos de partida para realizarlas consideran la situación

presente en cada momento. Además el intervalo de variación de las variables analizadas se considera que es muy amplio, por lo que estas proyecciones también son objetivo de crítica.

Del conjunto de indicadores, aquéllos que se han utilizado más para justificar o no las decisiones del BCE a modo particular, han sido los índices de precios en general y por grupos de consumo, ciertos indicadores del mercado de trabajo como el empleo y desempleo o el nivel de productividad del trabajador y el tipo de cambio. Desde el segundo semestre del año 2000 la evolución económica internacional también se ha considerado con especial atención, inicialmente por la desaceleración a que se enfrentaba la economía estadounidense y a partir de septiembre de 2001 por las repercusiones de los atentados terroristas en EE.UU. sobre la economía internacional.

Esto no supone dejar de lado el resto de indicadores, ya que conjuntamente todos son analizados detenidamente por el Consejo de Gobierno a la hora de tomar sus decisiones, pero sí es cierto que tanto el público en general como los mercados financieros en particular parece que se han apoyado en la evolución de los indicadores señalados para alabar o criticar las decisiones del BCE.

6.- En conjunto, la definición de la estrategia de la política monetaria única se considera complicada o compleja, por estar precisamente demasiado estructurada y disponer de múltiple información que no facilita la percepción por parte del público de cuál es la posible evolución de los precios y consecuentemente las decisiones de política monetaria.

Dicha complejidad refleja en gran medida las diferencias existentes entre las políticas monetarias previamente aplicadas por los países miembros, recogiendo distintos aspectos de algunas de ellas y homogeneizándolos para su aplicación de forma común.

El BCE ha tratado, en nuestra opinión, de ser muy transparente, ofreciendo detalladamente todos los elementos que conforman su estrategia de política monetaria. Ésta debe establecer pautas de comportamiento claras y precisas que permitan la toma de decisiones por parte del Consejo de Gobierno, pero esa claridad y precisión no llega al público. El exceso de información ha llegado a confundir al sector privado, hasta el punto de que tiene dificultades para justificar algunas de las decisiones del Consejo de Gobierno.

7.- La aplicación de la estrategia requiere de una instrumentación adecuada para su puesta en marcha de la forma más eficaz posible. El elemento básico de dicha instrumentación es el control y actuación sobre los tipos de interés a muy corto plazo, que se convierten de hecho en la variable operativa del BCE, al ser este tipo de interés a través del cual las decisiones del Consejo de Gobierno se transmiten en general al sector privado y en particular a los mercados financieros.

La instrumentación, además de permitir el control de esta variable también debe contribuir al control de los agregados monetarios, señalar claramente la orientación de la política monetaria y ser capaz de proporcionar financiación básica y absorber liquidez sin problemas. Para realizar estas funciones, además de cumplir una serie de principios básicos de entre los cuales el más importante es el de eficiencia operativa, los instrumentos y procedimientos deben estar diseñados con un nivel suficiente de flexibilidad, que permita al SEBC tomar las decisiones más adecuadas en cada momento y aplicarlas rápidamente sin dificultades. El marco de incertidumbre en que se toman las decisiones obliga a tener disponibles un conjunto muy variado de instrumentos y procedimientos que permita adecuarse con flexibilidad a las situaciones imperantes en cada momento.

El SEBC dispone de tres tipos de instrumentos, *las operaciones de mercado abierto, las facilidades permanentes de crédito y depósito y el coeficiente de reservas*

mínimas. Los tres instrumentos han sido utilizados de forma continua, pero son las operaciones de mercado abierto las que han movilizado un mayor volumen de liquidez.

A su vez, las operaciones de mercado abierto son de cuatro tipos distintos, proporcionando financiación a corto plazo o a más largo plazo que son las operaciones más habituales, o bien influyendo excepcionalmente en la situación de liquidez o en la posición estructural de la misma. En la práctica, las operaciones principales de financiación y las de financiación a más largo plazo se han utilizado de forma regular según un calendario preestablecido, mientras que las de ajuste se han utilizado a lo largo de estos tres años de forma excepcional en cinco ocasiones, y las operaciones estructurales no se han utilizado por ahora.

Los instrumentos disponibles para realizar estas operaciones también son muy variados, habiéndose utilizado en mayor medida las operaciones temporales de financiación en sus dos vertientes: compraventa de activos y préstamos garantizados.

La adjudicación de las operaciones principales de financiación, que son las más relevantes, se ha realizado mediante procedimientos de subasta, inicialmente a tipo de interés fijo y desde junio de 2000 a tipo de interés variable para adecuarlas más al funcionamiento del mercado, de forma que la distribución de la liquidez se realiza desde entonces en función del tipo de interés ofrecido para conseguirla. La flexibilidad en la instrumentación de la política monetaria también permite utilizar otros procedimientos como las subastas rápidas o los procedimientos bilaterales.

Las facilidades permanentes de crédito y depósito ocupan un papel relevante en la instrumentación de la política monetaria única, ya que permiten ajustar posiciones de liquidez a un día, de forma muy flexible. Este instrumento no existía en la política monetaria previa de algunos BCNs, por lo que su diseño ha debido considerar las particularidades de cada Estado para su uso homogéneo en todo el área. La utilización de las facilidades en general no ha sido muy importante, demostrando que las entidades

ajustan de forma bastante acertada sus reservas de liquidez, y que el mercado interbancario ha funcionado de forma eficiente, sin necesidad de acudir al BCE.

Respecto al coeficiente de reservas mínimas, el esfuerzo de coordinación ha sido aún mayor por la obligación que se impone a las entidades financieras de que mantengan un porcentaje de sus recursos líquidos en forma de reservas. El período de mantenimiento de dichas reservas es mensual, empezando los días 24 de cada mes.

Las entidades que participan en todas estas operaciones tienen garantizado un trato equitativo a través del cumplimiento de unos criterios uniformes por parte de todas. Igualmente, los activos utilizados como colaterales en las operaciones de política monetaria también deben cumplir ciertos requisitos que les permitan garantizar la operación. Debido a las diferencias entre los mercados y sistemas financieros de los distintos países pertenecientes a la UEM, se estableció inicialmente una distinción entre dos grupos de activos, los de la lista uno con características y criterios uniformes que pueden ser utilizados en todo el área y para todas las operaciones, y los de la lista dos que recogen activos relevantes para distintos mercados y sistemas financieros nacionales y que deben cumplir simplemente unos requisitos mínimos para poder ser utilizados, estando restringido su uso para determinadas operaciones. No obstante, lo más posible es que en un plazo relativamente corto desaparezca esta distinción, porque cada vez existe un mayor nivel de integración entre los mercados y sistemas financieros nacionales y porque además la existencia de dos tipos de activos distintos dificulta la correcta instrumentación y el uso de los procedimientos de adjudicación en las operaciones de la política monetaria única.

8.- El tipo de interés de las operaciones principales de financiación es de hecho la variable operativa básica de la política monetaria única, ya que las decisiones del Consejo de Gobierno del BCE se materializan en la variación o mantenimiento de este tipo de interés. Es un tipo de interés a muy corto plazo, considerado inicialmente en las subastas de las operaciones principales de financiación realizadas hasta junio de 2000

como tipo fijo de referencia y desde entonces, al cambiar las subastas de tipo fijo a tipo variable, como tipo de interés mínimo. Es el *tipo de interés básico de referencia para los mercados financieros*.

Junto a este tipo de interés, el Consejo de Gobierno también determina los tipos de interés de las facilidades de crédito y depósito, superior e inferior respectivamente al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, de forma que determinan un pasillo dentro del cual se mueven todos los tipos de interés del mercado monetario. Son tipos de interés penalizadores, ya que se considera que si una entidad tiene necesidad o exceso de financiación debe acudir primero al mercado y en última instancia al BCE para restablecer su posición de liquidez.

El tipo de interés no oficial más importante es el EONIA, que es calculado por el BCE y refleja el tipo de interés del mercado interbancario a muy corto plazo, un día.

La evolución de los tipos de interés a lo largo de estos tres años muestra la capacidad que ha tenido el mercado monetario para anticipar las decisiones de los tipos de interés oficiales por parte del BCE. El EONIA refleja más inestabilidad, ya que al ser un tipo con vencimiento a un día recoge los fuertes movimientos en la liquidez que se producen el último día del período de mantenimiento de reservas.

9.- La aplicación eficiente de la política monetaria única es posible por la existencia del sistema TARGET, que permite realizar transferencias de liquidez entre los participantes en el mismo de forma rápida y segura. El sistema TARGET permite la interconexión de los sistemas de pagos nacionales en torno a los BCNs. Sus características de sistema transeuropeo, en tiempo real, con liquidación bruta y firmeza intradía, dan sensación de complejidad pero en la práctica es un sistema muy sencillo. Los participantes en el mismo transmiten las órdenes de pago al sistema de pagos nacionales y el sistema TARGET realiza el resto.

Las ventajas de su utilización son numerosas ya que facilita una gestión flexible de la liquidez, reduce los riesgos derivados del funcionamiento de los sistemas de pagos, facilita la gestión de tesorería, permite una transmisión completa de información, ahorra costes y tiene un horario de funcionamiento conveniente para todo el área.

10.- Por último, un análisis global sobre la política monetaria única no estaría completo si no se realizase una evaluación de la misma en sus tres primeros años de funcionamiento. La evaluación de la política monetaria única es fundamental para conocer si realmente la puesta en marcha de la misma ha sido un éxito o un fracaso, y en qué situación nos encontramos actualmente.

La experiencia es relativamente pequeña, tan sólo de tres años, como para poder obtener unas conclusiones inequívocas y definitivas respecto a la eficacia de la política monetaria única. A pesar de que puede considerarse una experiencia insuficiente desde la perspectiva de que no se dispone de más información y que conforme transcurran los años y dicha información vaya aumentando nuestra opinión podrá ir o no reforzándose, sí nos encontramos en posición de dar una opinión argumentada y objetiva respecto a la situación de la política monetaria común y su papel dentro de la UEM, que en definitiva es el objetivo principal de esta Tesis Doctoral.

Por ello, y sin contradecir lo anterior, podemos afirmar que no hay ninguna duda en principio de que la política monetaria única es un éxito, ya que ha conseguido que hasta ahora 12 países renuncien totalmente a la soberanía en materia de política monetaria; pero dicho éxito no es suficiente si no se consigue alcanzar el objetivo de la estabilidad de precios con una estrategia coherente previamente diseñada y una instrumentación eficiente que garantice el logro de dicho objetivo. Con este fin, nos hemos planteado distintas posibilidades de análisis de la política monetaria única, utilizando distintas herramientas, con el fin de obtener unas conclusiones más detalladas que nos ayuden a valorar correctamente dicho éxito. Todos los análisis realizados son

perfectamente compatibles entre sí, por lo que los resultados obtenidos se pueden analizar desde una perspectiva conjunta.

11.- Inicialmente, nuestro planteamiento es un análisis comparativo entre la política monetaria de la UEM con la política monetaria de un área de referencia y similitudes como puede ser los EE.UU. que tiene una amplia experiencia histórica de aplicación y éxito de la política monetaria.

La política monetaria de los EE.UU. es responsabilidad del Sistema de la Reserva Federal, formado por la Junta de Gobernadores y por los doce Bancos del Sistema correspondientes a los doce distritos en que se divide el país a estos efectos. Esta similitud inicial en la organización de ambas instituciones monetarias nos permite realizar un análisis comparativo de las políticas monetarias desarrolladas en ambos casos. Los resultados obtenidos más destacados son, de forma sintética, los siguientes:

- a) Respecto a la autoridad monetaria, goza de un mayor grado de credibilidad en los EE.UU. que en la UEM, en gran medida por la escasa experiencia de esta última. Este nivel de credibilidad ha sido posible en el primer caso por los elevados niveles de transparencia en la actividad de la Reserva Federal, al publicar las actas de las reuniones, y por tanto las diferentes posturas debatidas en la toma de decisiones, y los votos de cada miembro en las mismas. Se conoce así perfectamente cuál es la percepción de los propios responsables de la política monetaria sobre la situación económica existente y las decisiones necesarias para enfrentarse a ella. Además, respecto a los votos, en la UEM hay un mayor peso de los BCNs que del Comité Ejecutivo, mientras que en los EE.UU. ocurre al contrario, éstos últimos tienen menos peso que la Junta de Gobernadores.
- b) Respecto al objetivo de la política monetaria, podemos señalar la existencia de un objetivo dual en la política monetaria de los EE.UU. frente al objetivo prioritario de la estabilidad de precios en la UEM. Aunque la definición del objetivo en la

UEM está cuantificada y explicada en detalle, éste ha sido objeto de numerosas críticas lo cual no ha ocurrido en los EE.UU., donde a pesar de no existir una definición como tal, esto no ha supuesto ningún problema. Se pone de manifiesto, de nuevo, tanto la experiencia como la credibilidad de la autoridad monetaria norteamericana que, ofreciendo comparativamente menos información en este ámbito que el BCE, no recibe tantas críticas.

- c) Respecto a la estrategia definida por parte del BCE ocurre lo mismo que con el objetivo. En el caso del BCE, está definida de forma explícita dándose a conocer al público en todos sus elementos y características. En cambio, la Reserva Federal no considera necesario, para que su política monetaria sea más eficaz, dar tantas explicaciones. El grado de discrecionalidad en su actuación es muy grande, ya que se plantea los objetivos a alcanzar, analiza la información relevante disponible y toma las decisiones más oportunas respecto al tipo de interés de los fondos federales, que es su variable operativa. En la práctica, el BCE actúa de la misma forma, pero al proporcionar tanta información respecto a cómo toma las decisiones, los agentes las pretenden anticipar y muchas veces no coinciden, e incluso no encuentran justificación a las mismas.
- d) Respecto a la instrumentación de la política monetaria, la diferencia más clara entre ambos bancos centrales se corresponde con la forma de hacerlo, ya que en la UEM se instrumenta a través de los BCNs que actúan de forma descentralizada mientras que en los EE.UU. la instrumentación se realiza a través de un órgano que actúa de forma centralizada, como es el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, que se encarga de la ejecución de las operaciones de mercado abierto. Por otro lado, también constituye una diferencia la variedad de instrumentos existentes para aplicar las operaciones de mercado abierto, así como el número de entidades seleccionadas y colaterales utilizados, frente a su reducido número en EE.UU. De las dos facilidades permanentes sólo la facilidad de crédito sería comparable a la existencia de la ventanilla de descuento, y

respecto al coeficiente de reservas mínimas, en los EE.UU. no se considera demasiado eficaz.

12.- La observación de las decisiones respecto a los tipos de interés y la incertidumbre sobre cómo actúa en la práctica la autoridad monetaria, ha llevado a plantear distintos modelos de comportamiento de la misma basados en la existencia de algún tipo de regla monetaria como la *regla de Taylor* que guía las decisiones del Consejo de Gobierno. En nuestra investigación, siguiendo esta tendencia, hemos realizado distintas hipótesis de comportamiento del BCE.

En estas hipótesis hemos considerado distintos indicadores de inflación que pueden estar teniendo una especial importancia en la toma de decisiones de política monetaria por parte del BCE y a partir de ellos hemos aplicado la *regla de Taylor*. Las variables que se han considerado son la inflación efectiva, la inflación subyacente, la inflación esperada y un híbrido entre estas dos últimas. Los resultados obtenidos muestran que en ciertos momentos las decisiones parece que sí se han podido guiar por la evolución de alguna de estas variables, siendo bajo un escenario en el que se utiliza el híbrido entre la inflación subyacente y la inflación esperada cuando se obtienen los resultados más aproximados a la evolución efectiva que realmente han seguido las decisiones de variación de los tipos de interés por parte del Consejo de Gobierno. No obstante, ninguna de las distintas hipótesis planteadas ofrece unos resultados claros, por lo que descartamos que el BCE esté utilizando alguna variante de la *regla de Taylor* para guiar sus decisiones.

En este sentido, nos parece más acertado afirmar que el BCE pueda estar considerando distintos modelos de comportamiento de la economía, incluido el propuesto por la *regla de Taylor* como una variable informativa más, es decir, como un indicador más de los utilizados en el segundo pilar, de forma que los resultados obtenidos por la regla se tengan también en cuenta a la hora de tomar las decisiones de política monetaria.

En cualquier caso, si fuese cierto que el BCE utiliza algún tipo de regla monetaria y le asigna algún valor en su estrategia de política monetaria, debería anunciarlo públicamente con el fin de incrementar el grado de transparencia en su operativa y eliminar las especulaciones constantes respecto a cómo se desarrolla el proceso de su toma de decisiones.

13.- Al evaluar la política monetaria del BCE no debemos olvidar que la cuestión fundamental en este sentido es si se está alcanzando o no el objetivo prioritario de la estabilidad de precios, tal y como está definido por parte del BCE. En definitiva, se trata de responder a la pregunta de si la política monetaria única es o no es eficaz hasta el momento.

La eficacia está determinada por el grado de aproximación de la inflación efectiva al objetivo de inflación establecido por el BCE, pero además hay que considerar la existencia de algunos factores que pueden estar limitando dicha eficacia, y por lo tanto, dificultar la aproximación al objetivo establecido. Además de las limitaciones generales y específicas a la eficacia de la política monetaria, nosotros planteamos que en el caso de la política monetaria única pueden existir otro tipo de limitaciones, bien porque algún país perteneciente a la UEM tiene dificultades para converger en tasas de inflación con el resto de países, dificultando la reducción de la tasa de inflación del área, o bien porque alguna actividad o sector de la economía dificulta el comportamiento del índice general en dicho país o en varios países y por tanto en la UEM.

Para enfrentarnos a la primera cuestión hemos realizado un análisis con el fin de medir la convergencia que se ha producido y se está produciendo en las tasas de inflación entre los distintos países de la UEM. Tanto la evolución del rango relativo como la evolución del coeficiente de variación nos muestran que se ha desarrollado un proceso de convergencia en tasas de inflación progresivo y cada vez mayor, por lo que parece que la eficacia de la política monetaria única no se ve muy limitada por las diferentes tasas de inflación de los países del área.

Sin embargo, sí encontramos evidencia de que la eficacia de la política monetaria única encuentra una limitación importante en la evolución de los precios de los distintos componentes del índice general. Esta limitación se convierte en un obstáculo para la política monetaria única, que se muestra insuficiente y requiere, por tanto, el apoyo de otro conjunto de medidas de política económica para poder aumentar su grado de eficacia.

La evolución de los precios en los distintos componentes está determinada en gran medida por las restricciones a que se ve sometida la oferta de los mismos. En el caso de la UEM, este hecho es aún más preocupante porque todos los países del área no gozan de las mismas condiciones competitivas, por lo que no pueden ofrecer los mismos productos en igualdad de condiciones y esto afectará al nivel de precios. En definitiva, se observa que la existencia de distintas estructuras productivas en los países que forman la UEM condicionan el nivel de precios no sólo en términos de un país frente a otro u otros, sino también y lo que es más importante para la política monetaria única, frente al índice armonizado general del área.

Para contrastar este hecho hemos utilizado el análisis *shift-share*, comparando la evolución de los precios de un Estado miembro, que por referencias evidentes es España, frente al área en su conjunto.

Los resultados obtenidos confirman que hay ciertas actividades en la economía española que están dotadas de un carácter diferencial respecto al área en su conjunto, y este hecho se refleja en unos mayores precios que en el resto del área para dichas actividades. Es precisamente dicho efecto diferencial el que puede estar limitando la eficacia de la política monetaria del BCE.

También se ha realizado este análisis *shift-share* para contrastar la situación del objetivo de la estabilidad de precios en la UEM y en los EE.UU., igualmente en los distintos componentes del índice general. Los resultados obtenidos, en este caso,

muestran que los precios en la UEM crecen más despacio que en los EE.UU., lo que se explica porque en la UEM éste es el objetivo prioritario, mientras que en los EE.UU. este objetivo ha de alcanzarse de forma conjunta y coherente con el objetivo de pleno empleo. No obstante, también se observa en la evolución de los precios en ambas áreas que existen estructuras productivas diferentes que condicionan la eficacia de la política monetaria.

14.- El conjunto de análisis realizados para determinar el grado de eficacia con que la política monetaria única está actuando no ha de olvidar que su puesta en marcha se ha llevado a cabo con una serie de costes. Entre ellos, hay que destacar especialmente el que ha supuesto la pérdida del tipo de cambio como mecanismo de ajuste.

La existencia de diferentes estructuras productivas entre los distintos Estados miembros pertenecientes a la UEM y la pérdida del tipo de cambio como mecanismo de ajuste nos obliga a prestar una mayor atención al resto de instrumentos de la política económica. Al ser la política monetaria una y común para todo el área del euro, cualquier perturbación que pueda afectar asimétricamente a algún país miembro deberá contrarrestarse con otros instrumentos de política económica distintos de la propia política monetaria o de la política del tipo de cambio. En este sentido, la política fiscal y la política de reformas estructurales juegan un papel fundamental, especialmente esta última.

Hasta ahora no se ha producido ningún *shock* asimétrico que nos obligue a plantearnos realmente cuál es el coste que se está asumiendo, por lo que simplemente nos podemos limitar a potenciar todos los mecanismos que sean necesarios para en su caso contrarrestarlos, y por ello los esfuerzos deben ir dirigidos a una mayor coordinación, por un lado, de la política fiscal en torno al Pacto de Estabilidad y Crecimiento y los Planes de Estabilidad Presupuestaria de los países miembros, y por otro, de las políticas de oferta. En este último caso, es necesario un gran esfuerzo en las políticas de reforma estructural en todo el área, intentado reducir al máximo las

diferencias existentes que ponen en duda que la UEM sea considerada como un área común que se enfrenta a los mismos problemas y que los soluciona de forma coordinada buscando la máxima eficacia.

La política monetaria única, por tanto, para ser eficaz debe estar apoyada por el resto de políticas macroeconómicas y de oferta diseñadas de forma coordinada entre todos los Estados miembros, ya que actuando por sí sola es totalmente insuficiente.

BIBLIOGRAFÍA

BIBLIOGRAFÍA GENERAL

AHIJADO, M. (1998): “*La Unión Económica y Monetaria Europea. Mitos y realidades*”. Ed. Pirámide. Madrid.

AKHTAR, M.A. (1995): “Monetary policy goals and central bank independence”, *Quarterly Review*. Banca Nazionale del Lavoro, vol. 48, nº 195; pp. 423-439.

ALESINA, A y GATTI, R. (1995): “Independent central banks: low inflation at no cost?”, *American Economic Review*, vol. 85, nº 2. Papers and Proceedings, mayo; pp. 196-200.

ALESINA, A., BLANCHARD, O., GALÍ, J., GIAVAZZI, F. y UHLIG, H. (2001): “*Monitoring the European Central Bank 3: Defining a macroeconomic framework for the euro area*”, CEPR, marzo.

ALGARRA, A. (1994): “*La política monetaria en los principales países de la CE: un análisis comparativo*”. Tesis Doctoral, UCM. Madrid.

ALMEIDA A. y GOODHART, Ch. A. E. (1997): “¿Afecta la adopción de objetivos directos de inflación al comportamiento de los bancos centrales?” en *La política monetaria y la inflación en España*. Servicio de Estudios del Banco de España; pp. 535-621.

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (1997): “*La política monetaria en la tercera fase de la UEM*”. Nota Técnica nº 36, febrero.

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (1999): “La política monetaria del BCE”, *Cuadernos de Información Económica*, nº 142, enero.

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2000): “*La política monetaria en el área euro*”. Escuela de Finanzas Aplicadas. Biblioteca de Economía y Finanzas, nº 6. Madrid.

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2001): “*El BCE se desvincula de la FED*” disponible en <http://www.afi.es/afinet>, 29 de enero de 2001.

ANGELONI, I. y MOJON, B. (2000): “After the changeover: three conditions for a succesful single monetary policy”, *EURO*, nº 50, special edition; pp. 19-28.

ARTIS, M. y KONTOLEMIS, Z. (1998): “*Inflation targeting and the ECB*”. European University Institute y CEPR.

AYUSO, J. (2000): “Las operaciones principales de financiación del Eurosistema: las razones del cambio a un sistema de subasta a tipo variable”, *Boletín Económico*. Banco de España, junio; pp. 55-63.

BÄCKSTRÖM, U. (1998): “Five years with the price stability target”, *Quarterly Review*, nº 1.

BANCO DE ESPAÑA (1997): “*La política monetaria y la inflación en España*”. Servicio de Estudios del Banco de España. Ed. Alianza Economía. Madrid.

BANCO DE ESPAÑA (1997): “*La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales*”. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.

BANK OF ENGLAND (1999): “The transmission mechanism of monetary policy”, *Quarterly Bulletin*, mayo; pp. 161-170.

BANQUE DE FRANCE (1999): “Un agrégat monétaire large pour la zone euro”, *Bulletin de la Banque de France*, nº 62, febrero; pp. 49-60.

BATINI, N. y HALDANE, A. (1999): “Monetary policy rules and inflation forecast”, *Quarterly Bulletin*, Bank of England, febrero; pp. 60-67.

BAYOUMI, T. y EICHENGREEN, B. (1996): “*Operationalizing the Theory of optimum currency areas*”, CEPR, Discussion Paper, nº 1484.

BEAN, Ch. (1998): “Monetary policy under EMU”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 14, nº 3, otoño; pp. 41-53.

BEGG, D. (1997): “*The design of EMU*”, IMF, Working Paper.

BERK, J.M. y VAN BERGEIJK, P. (2000): “*Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?*”. BCE. Working Paper, nº 11, febrero. Francfort.

BERNANKE, B. y MISHKIN, F. (1997): “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, nº 2, primavera 1997; pp. 97-116.

BINDSEIL, U. (2000): "The liquidity management of the European Central Bank", *Euro*, nº 50; pp. 33-41.

BJÖRKSTÉN, N. y SYRJÄNEN, M. (1999): "*Divergences in the Euro Area: a cause for concern?*", Discussion Papers, Bank of Finland; pp. 8-16.

BLINDER, A. (1997): "What central bankers could learn from academics –and viceversa?", *Journal of Economics Perspective*, vol. 11, nº 2; pp. 3-19.

BORGES, A.M. (1993): "Should EMU end inflation?" en *The Monetary Future of Europe*. CEPR.

BORIO, C. (2000): "*Monetary policy operating procedures in the United States, Japan and EMU: a comparative assessment*". Banco Internacional de Pagos de Basilea. Trabajo presentado en la Conferencia del BCE "The operational framework of the Eurosystem and Financial markets", Francfort.

BRAND, C. y CASSOLA, N. (2000): "A money demand system for euro area M_3 ". BCE Working Paper nº 39.

BRIAULT, C., HALDANE, A. y KING, M. (1996): "*Independence and accountability*". London. Bank of England.

BRUGGEMAN, A. (2000): "The first pillar of the single monetary policy and its economic underpinning: long-term money demand in the Euro-area", *Revue de la Banque*, nº 213; pp. 84-90.

BRUNI, F. (1993): "*Central Bank Independence in the European Union*". IMES. Discussion Papers, 96-E-18.

BRUNILA, A. y LAHDENPERÄ, H. (1995): "Inflation targets: principal issues and practical implementation" en A.G. Haldane (ed.) "*Targeting Inflation*". Bank of England; pp. 119-134.

CABRERO, A., ESCRIVA, J.L., MUÑOZ, E. y PEÑALOSA, J. (1998): "*The controllability of a monetary aggregate in EMU*". Documento de Trabajo nº 9817. Servicio de Estudios del Banco de España.

CASTREN, O. (1998): "Central bank independence and accountability –how does the European Central Bank fit into the picture?", *Bulletin*, Bank of Finland, vol. 72, nº 8; pp. 12-15.

CECCHETTI, S. (1995): "Inflation indicators and inflation policy", *Macroeconomics Annual*, nº 10. NBER. Cambridge; pp. 189-219.

CLARIDA, R., GALÍ, J. y GERTLER, M. (1998): "Monetary policy rules in practice. Some international evidence", *European Economic Review*, vol. 42, nº 6; pp. 1033-1067.

CLARIDA, R., GALI, J. y GERTLER, M. (2000): "Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 115, nº 1, febrero; pp. 147-180.

CLARIDA, R., GALI, J. y GERTLER, M. (2001): "A simple framework for international monetary policy analysis", Carnegie Rochester Conference, noviembre.

COENEN, G. y VEGA, J.L. (1999): "The demand for M_3 in the euro area", BCE Working Paper nº 6. Francfort.

COHEN, B. (1999): "Monetary policy procedures and volatility transmission along the yield curve". Banco Internacional de Pagos de Basilea.

COMISIÓN EUROPEA (1994): "Tratado de la Unión Europea y Protocolos anexos sobre los Estatutos del SEBC y del BCE". Bruselas.

CROCKETT, A. (1997): "The theory and practice of financial stability". Essays in international finance, nº 201.

CUADRADO ROURA, J.R. y del RÍO GÓMEZ, C. (1993): "Los servicios en España", Editorial Pirámide, Madrid.

CUADRADO ROURA, J.R.(director) (2001): "Política Económica: Objetivos e Instrumentos", 2ªedición. Ed. Mc-GrawHill. Madrid.

CUKIERMAN, A. (1992): "Central Bank strategy, credibility and independence", Cambridge MIT Press.

DE LA DEHESA, G (2001): "Briefing Paper to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament", en la dirección <http://www.obce.org>.

DEBELLE, G. (1996): “*Central bank independence: a free lunch?*”. Working Paper 96/01. FMI. Washington.

DEBELLE, G. (1997): “*Inflation targeting in practice*”. Working Paper 97/35. FMI. Washington.

DEBELLE, G. y FISHER, I. (1994): “How independent should a central bank be?” en *Goals, guidelines and constraints facing monetary policymakers*. Conference Series n° 38. Federal Reserve Bank of Boston; pp. 195-225.

DEMERTZIS, M. (1998): “*Independent blue?: accountability and independence in the new ESCB*”. CEPR, Discussion Paper n° 1842, marzo.

DEUTSCHE BUNDESBANK (varios números): “*Boletín Mensual y apéndice estadístico*”.

DOMÉNECH, R., LEDO, M. y TAGUAS, D. (2000): “*Some new results on interest rate rules in EMU and in the US*”, Working Paper, n° 2. Servicio de Estudios. BBVA.

DOMÉNECH, R., LEDO, M. y TAGUAS, D. (2001): “*A small forward looking macroeconomic model for EMU*”, Working Paper. Servicio de Estudios del BBVA y Universidad de Valencia.

DORNBUSCH, R.; FAVERO, C. y GIAVAZZI, F. (1998): “Immediate challenges for the European Central Bank”, *Economic Policy*, abril; pp. 17-52.

EICHENGREEN, B. y WYPLOSZ, Ch. (1998): “The Stability Pact: more than a minor nuisance?”, *Economic Policy: A European Forum*, n° 26, julio; pp. 71-78.

EIJFFINGER, S. y HAAN, J. de (1996): “*The political economy of Central Bank Independence*”. Princeton. Special Papers in International Economics, n° 19.

EIJFFINGER, S. y SCHALING, E. (1993): “Central bank independence in twelve industrial countries”, *Quarterly Review*, n° 184. Banca Nazionale del Lavoro; pp. 49-89.

ELIAS, J. (director) (2001): “*El euro: balance de los tres primeros años*”. Servicio de Estudios de La Caixa. Barcelona.

ERIAS, A. y SÁNCHEZ, J.M. (1995): “Independencia de los bancos centrales y política monetaria: una síntesis”, *Hacienda Pública Española*, n° 132; pp. 63-77.

ERIAS, A. y SANCHEZ, J.M. (1998): “*La política monetaria y la política fiscal*”. Ed. Pirámide. Madrid.

FAGAN, G. y HENRY, J. (1999): “Long-run money demand in the EU: evidence for area-wide aggregates” en Lütkepohl, H. y Wolters, J. (eds) *Money Demand in Europe*, Physica-Verlag; pp. 217-240.

FASE, M. y BONDT, G. (2000): “Institutional environment and monetary transmission in the euro-area: a cross-country view”, *Revue de la Banque*, nº 2/3; pp. 149-152.

FASE, M. y WINDER, C. (1999): “Wealth and the demand for money in the European Union” en Lütkepohl, H. y Wolters, J. (eds) *Money Demand in Europe*, Physica-Verlag; pp. 241-258.

FATÁS, A. (1998): “Does EMU need a fiscal federation?”. *Economic Policy: A European Forum*, nº 26, julio; pp. 163-203.

FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY (1996): “*Achieving price stability: a Symposium sponsored by the FRBKC*”. FRBKC. Jackson Hole. Wyoming.

FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (1996): “*Understanding open market operations*”. New York.

FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO (2000): “*The Eurosystem in brief*” disponible en <http://www.frb.org/publications/federalreserve.htm>

FEDERAL RESERVE BOARD (1994): “*The Federal Reserve System: Purposes and Functions*”. Washington.

FEDERAL RESERVE BOARD (1999): “*Informe Anual 1998*”. Washington.

FEDERAL RESERVE BOARD (2000): “*Informe Anual 1999*”. Washington.

FEDERAL RESERVE BOARD (2001): “*Monetary Policy Report to the Congress*”, febrero y julio. Washington.

FEDERAL RESERVE BOARD (2001): “*The structure of the Federal Reserve System*” disponible en <http://www.federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri.htm>.

- FERDERER, J.P. (1998): "The determinants of monetary target credibility", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 38, nº 4; pp.825-841.
- FERGUSON, R. (1999): "Monetary policy and the outlook for the US economy", BIS Review 6/1999.
- FERNÁNDEZ DÍAZ, A. (director) (1999): "Fundamentos y papel actual de la política económica". Ed. Pirámide. Madrid.
- FERNÁNDEZ DÍAZ, A., PAREJO GAMIR, J.A. y RODRÍGUEZ SÁIZ, L. (1999): "Política Económica", Ed. McGraw-Hill, 2ªedición.
- FERNÁNDEZ DÍAZ, A., RODRÍGUEZ SÁIZ, L., PAREJO GAMIR, J.A., GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): "Política Monetaria: su eficacia y enfoques alternativos", Tomo I, Ed. AC, 1ªedición. Madrid.
- FERREIRO, J. (1997): "El Pacto de Estabilidad: implicaciones para la construcción de la UEM", *Boletín Económico ICE*, nº 2437; pp. 21-31.
- FISHER, S. (1995): "Central bank independence. Revisited", *American Economic Review*, nº 85; pp. 201-206.
- FISHER, S. (1996): "Los retos que confronta la banca central: El mantenimiento de la estabilidad de precios", *Finanzas y Desarrollo*, vol. 33, nº 4, diciembre; pp. 32-35.
- FORDER, J. (1998): "The case for an independent European central bank: a reassessment of evidence", *European Journal of Political Economy*, v. 14, nº 1, febrero; pp. 53-71.
- FREEDMAN, Ch. (1996): "What operating procedures should be adopted to maintain price stability? –Practical Issues", en *Achieving price stability: a Symposium*. Federal Reserve Bank of Kansas City. Jackson Hole. Wyoming.
- FREIXAS, X. (1999): "El prestamista en última instancia en el entorno financiero actual", Centre de Recerca en Economia Internacional. Barcelona.
- FRIEDMAN, B. (1996): "The rise and fall of money growth targets and guidelines for US monetary policy", NBER Working Paper nº 5465.

FRIEDMAN, B. (2000): “*The role of interest rates in Federal Reserve policymaking*”. NBER Working Paper n° W8047.

FRIEDMAN, B. y KUTTNER, K. (1999): “*A price target for U.S. monetary policy?. Lessons from the experience with money growth targets*”. NBER Working Paper n° R2091,

FUHRER, J. (1997): “Central bank independence and inflation targeting: monetary policy paradigms for the next millennium”, *New England Economic Review*. Federal Reserve Bank of Boston. January-February; pp. 19-36.

GALÍ, J. (2001): “*Monetary policy in the early years of EMU*”, Centre de Recerca en Economia Internacional, Universitat Pompeu Fabra. Barcelona.

GÁMEZ, S. y MELÉNDEZ, B. (1999): “Sistema Europeo de Bancos Centrales. Nuevos instrumentos de Política Monetaria”, *Banca y Finanzas*, n° 43, abril; pp. 7-10.

GARCÍA DE PASO, J.I. (1993): “Teoría y evidencia recientes sobre la independencia de la banca central”, *Papeles de Economía Española*, n° 54; pp 37-40.

GARCÍA DE PASO, J.I. (1997): “Balance de la política monetaria en la transición hacia la UME”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, n° 58; pp. 25-32.

GARNER, A. (1999): “Progress toward price stability. A 1998 inflation report”, *Economic Review*. Federal Reserve Bank of Kansas City, vol. 84, n° 1; pp. 5-20.

GEORGE, E. (1994): “La búsqueda de la estabilidad financiera”, *Boletín CEMLA*, vol. 40, n° 5; pp. 206-214.

GERAATS, P. (2001): “*Why adopt transparency?. The publication of central bank forecasts*”. BCE. Working Paper, n° 41, enero. Francfort.

GERLACH, S. y SCHNABEL, G. (1999): “*The Taylor rule and interest rates in the EMU area: a note*”, BIS Working Paper, n° 73.

GERLACH, S. y SMETS, F. (1999): “Output gaps and monetary policy in the EMU area”, *European Economic Review*, vol. 43, n° 4-6, abril; pp. 801-812.

GERLACH, S. y SVENSSON, L. (2001): “*Money and inflation in the Euro area: a case for monetary indicators?*”, Working Papers n° 98. “Bank for International Settlements, enero.

GONZALO, V. (1997): “El grado de independencia del BCE”, *Punto de mira*, n° 9, julio; pp. 87-92.

GOODHART, Ch. y VIÑALS, J.M. (1994): “*Strategy and tactics of monetary policy: examples from europe and the antipodes*”, Documento de trabajo n° 9425. Banco de España

GRAMLICH, E. (2000): “*Inflation targeting*”, BIS Review 3/2000.

GRAUWE, P de (1994): “*Teoría de la Integración Monetaria*”. Celeste Ediciones. Madrid.

GREEN, J. (1996): “*Inflation targeting: theory and policy implications*”, FMI Working Paper n° 96/65.

GREENSPAN, A (2001): “*La Reserva Federal no es Dios*”, *El Mundo*, 27 de mayo de 2001.

GRILLI, V., MASCIANDARO, D. y TABELLINI, G. (1991): “Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries”, *Economic Policy*, n° 13; pp. 341-392.

GROS, D. (1998): “Delivering price stability in EMU: the European System of Central Banks”, *Kredit und Kapital*, n° 14; pp. 341-363.

GUFFENS, D. (2000): “Some critical reflections on the ECB, with reference to the Bank of England and the US Federal Reserve”, *Revue de la Banque* n° 2/3; p. 98-102.

GUIO, L., KASHYAP, A.K., PANETTA, F. y TERLIZZESE, D. (1999): “Will a common European monetary policy have asymmetric effects?”, *Economic Perspectives*, 4° trim., Federal Reserve Bank of Chicago; pp. 56-75.

GUITIÁN, M. (1995): “La independencia de los Bancos Centrales: principales aspectos y diversidad de modelos”, *Economistas*, n° 66-67. Colegio de Economistas de Madrid; pp. 158-169.

GUTIÉRREZ, F. (1997): “La política monetaria tras la Ley de Autonomía del Banco de España”, en “*La política monetaria y la inflación en España*”; Servicio de Estudios del Banco de España. Ed. Alianza. Madrid; pp. 253-296.

GUTIÉRREZ, F. (1998): “Estrategias de política monetaria para el euro”, *Cuadernos de Información Económica*, nº 134, mayo.

GUTIÉRREZ, F. (1998): “*La política monetaria del euro*”, Fundación Argentaria. Madrid.

HAAN, J. de (1997): “The European Central Bank: independence, accountability and strategy: a review”, *Public Choice*, vol. 93, nº 3-4, diciembre; pp. 395-425.

HAAN, J. de, AMTENBRINK, F. y EIJJFINGER, S. (1998): “*Accountability of central banks: aspects and qualifications*”. Discussion Papers. Tilburg University Center for Economic Research, nº 9854. Tilburg. The Netherlands.

HAKKIO, C. y SELTON, G. (1994): “*Monetary policy without intermediate targets: Federal Reserve policy since 1983*”. Federal Reserve System Research Department; pp. 1-10.

HALDANE, A. (1995): “Inflation targets”, *Quarterly Bulletin*, Bank of England, vol. 35, nº 3, agosto; pp. 250-259.

HALDANE, A. (1995): “*Targeting Inflation*”. Bank of England.

HORN, G. (2001): “*An analysis of the ECB’s monetary strategy and its contribution to growth and employment*”, Briefing Paper, DIW Berlín, febrero.

HORN, G.(2001): “*FED versus ECB monetary strategy*”, Briefing Paper, DIW Berlin, mayo.

IVO, A. (1997): “Monetary targeting in the EMU: Lessons from the United States”, *Kredit and Kapital*, nº 30, enero; pp. 348-368.

IVO, A. (1999): “*The third leg of the stool: financial stability as a prerequisite for EMU*”, Special papers. London School of Economics. Financial Markets Groups.

JOHNSON, H. (1962): “Monetary theory and policy”, *American Economic Review*, junio; pp.335-384.

JONES, G. (2001): “*Some tests for the existence of Open Mouth Operations*”. Southern Illinois University Edwardsville.

KAHN, G. y PARRISH, K. (1998): “Conducting monetary policy with inflation targets”, *Economic Review*, 3^{er} trim.; pp. 5-32.

KENEN, P. (1969): “The theory of Optimum Currency Areas: an eclectic view” en R. Mundell y A. Svaboda (eds). *Monetary problems of the international economy*. The Chicago University Press; pp. 41-60.

KENEN, P. (1998): “*Monetary policy in stage three: a review of the framework proposed by the European Monetary Institute*”, *International Journal of Finance and Economics*, vol. 3, n° 1, enero; pp. 3-12.

KING, M. (1995): “Do inflation targets work?”, *Quarterly Bulletin*, vol. 35, n° 4, noviembre; pp. 392-394.

KING, M. (1996): “Direct inflation targets” en *Monetary Policy Strategies in Europe*, Deutsche Bundesbank; pp. 45-76.

KING, M. (1996): “How should central banks reduce inflation?”, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, vol. 81; pp. 25-51.

KING, M. (1997): “Monetary stability: rhyme and reason”, *Quarterly Bulletin*. Bank of England; v. 37, n° 1; pp. 88-96.

KOUPARITSAS, M. A. (1999): “Is the EMU a viable common currency area?. A VAR analysis of regional business cycles”, *Economic Perspectives*, 1^{er} trim., Federal Reserve Bank of Chicago; pp. 2-20.

KOZICKI, S. (1999): “How useful are Taylor rules for monetary policy”, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2^o trim., vol. 84, n° 2; pp. 5-33.

LASTRA, R.M. (1997): “European Monetary Union and Central Bank Independence”, en *European Economy and Monetary Union: The Institutional framework*. London. Kluwer Law International.

LAUBACH, Th. y POSEN, A. (1997): “*Some comparative evidence on the effectiveness of inflation targeting*”, Federal Reserve Bank of New York, Research Paper, n° 9714.

LEDO, M. (1999): “La política monetaria en la UEM”, *BBV Situación trimestral*, nº 4, marzo; pp. 95-103.

LOZANO, E y CANO, D. (1999): “La política monetaria del BCE”, *Análisis Financiero Internacional*, octubre-enero.

MALO DE MOLINA, J.L. (1997): “La política monetaria ante la UME”. *Análisis Financiero*, nº 72, 2º cuatrimestre; pp.6-11.

MALO DE MOLINA, J.L. (1997): “*La política monetaria y la inflación en España*”. Servicio de Estudios del Banco de España. Ed. Alianza. Madrid; pp.38-48.

MALO DE MOLINA, J.L. (2000): “El primer año del euro”. *Economistas*, nº 84, extra, marzo; pp.25-28.

MANNA, M., PILL, H. y QUIRÓS, G. (2000): “*The Eurosystem’s operational framework in the context of its monetary policy strategy*”. Trabajo presentado en la Conferencia del BCE “The Operational framework of the Eurosystem and financial markets”, mayo.

MANZANO, M.C. y CAMPOY, J.A. (1997): “Algunos indicadores sobre expectativas de inflación”, *Boletín Económico*, Banco de España, febrero; pp. 41-53.

MARTÍN GUZMÁN, P. y MARTÍN PLIEGO, F.J. (1989): “*Curso Básico de Estadística Económica*”. Editorial AC, 3ªedición.

MARTÍN PLIEGO, F.J. (2000): “*Introducción a la Estadística económica y empresarial: teoría y práctica*”. Ed. AC, 2º edición.

MASTROENI, O. (2000): “*The collateral framework of the Eurosystem: some evidence in the first months for the EMU*”. Trabajo presentado en la Conferencia del BCE “The Operational framework of the Eurosystem and financial markets”, mayo.

Mc CALLUM, B. (1990): “*Targets, indicators and instruments of monetary policy*”, IMF Working Paper WP/90/41. Washington.

Mc DONOUGH, W. (1997): “A framework for the pursuit of price stability”, Federal Reserve Bank of New York. *Economic Policy Review*, vol. 3, nº 3, agosto.

McKINNON, R. (1963): "Optimum currency areas", *American Economic Review*, vol. 53; pp. 717-725.

MEHRA, Y. (1999): "A forward-looking monetary policy reaction function", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 85/2; pp. 33-53.

MELCÓN, C. (1994): "Estrategias de política monetaria basadas en el seguimiento directo de objetivos de inflación". Documento de Trabajo, nº 9426. Servicio de Estudios del Banco de España. Madrid.

MELCÓN, C. (1994): "Estrategias de política monetaria basadas en el seguimiento directo de objetivos de inflación", *Boletín Económico*, diciembre. Banco de España; pp. 27-35.

MELCÓN, C. (1994): "Evolución de las estrategias monetarias tradicionales", *Banca Española*, nº 265; pp. 35-41.

MENKHOFF, L. (1997): "*Monetary policy instruments for European Monetary Union*". Springer-Verlag. Berlín.

MEULENDYKE, A. (1990): "*US monetary policy and financial markets*"; Federal Reserve Bank of Nueva York.

MEYER L. (2000): "*The politics of monetary policy balancing independence and accountability*", BIS Review 94/2000.

MEYER, L (2000): "*Structural change and monetary policy in the US*", BIS Review, 21/2000.

MEYER, L. (1998): "*Strategy of monetary policy in the US*", BIS Review, 23/1998.

MEYER, L. (1999): "*New Challenges for monetary policy*", Jackson Hole Conference, Federal Reserve Bank of Kansas City.

MEYER, L. (2001): "*Comparative central banking and the politics of monetary policy*", BIS Review 43/2001.

MIHOV, I. (2001): "Monetary policy implementation and transmission in the EMU", *Economic Policy*, nº 33, CEPR; pp. 371-406.

MISHKIN, F. (1996): "What monetary policy can and cannot do?", en *Monetary Policy in transition in East and West: Strategies, instruments and transmission mechanism*. Oesterreische Nationalbank.

MISHKIN, F. (1997): "*Strategies for controlling inflation*", NBER, Working Paper nº 6122.

MISHKIN, F. y POSEN, A. (1997): "Inflation targeting: lessons from four countries", *Economic Policy Review (Special issue on inflation target)*, vol. 3, nº 3, agosto; pp. 9-110.

MISHKIN, F.(1997): "*Strategies for controlling inflation*", NBER, Working Paper nº 6122.

MONTICELLI, C. (1993): "*All the money in Europe?. Una investigación de las propiedades económicas de los agregados monetarios extendidos para toda la UE*". BIS Working Paper nº 18.

MONTICELLI, C. y VIÑALS, J. (1993): "*European Monetary Policy in Stage Three: What are the issues?*", CEPR, Ocassional Paper nº 12, marzo.

MOUTOT, Ph. (1996): "Monetary policy in a European Monetary Union: instruments, strategy and transmsion mechanism", en *Monetary policy in transition in east and west: strategies, instruments and transmsion mechanism*. Oesterreichische Nationalbank.

MUNDELL, R. (1961): "A theory of optimum currency areas", *American Economic Review*, vol. 51; pp. 715-725.

OCDE: "*Main Economic Indicators*", varios números.

ORPHANIDES, A. (2001): "*Monetary policy rules, macroeconomic stability and inflation: a view from the trenches*"; Working Paper, nº 115, diciembre.

ORTEGA, E. (2000): "La política monetaria en la zona del euro", *Información Comercial Española*, nº 784, marzo-abril; pp. 37-44.

PAREJO GÁMIR, J. A. (1995): "Hacia un nuevo enfoque de la política financiera", *Actualidad Financiera*, nº 12; pp. 343-361.

- PAREJO GÁMIR, J.A., CALVO BERNARDINO, A. y PAUL GUTIÉRREZ, J. (1995): “*La política económica de reformas estructurales*”, Editorial CEURA. Madrid.
- PAREJO GÁMIR, J.A., CALVO BERNARDINO, A. y PAUL GUTIÉRREZ, J. (1993): “*El sistema financiero en los países de la CE*”, Editorial AC. Madrid.
- PAREJO, J.A., CUERVO, A., CALVO, A. y RODRÍGUEZ SÁIZ, L. (2001): “*Manual de Sistema Financiero Español*”, Ed. Ariel Economía, 14ª edición y ediciones anteriores. Barcelona.
- PATEIRO, C. (2001): “*Las reglas de tipo de interés de política monetaria o Taylor rules*”, Documento de Trabajo, nº 3, UNED.
- PAULY, E., LUCAS, Y. y SEZE, N. (1997): “*Les relations entre la BCE et les banques centrales nationales*”, *Banque*, nº 577, enero; pp. 19-21.
- PEERSMAN, G. (1999): “*The Taylor rule: a useful monetary policy benchmark for the euro area*”, *International Finance*, vol 2, nº 1, abril; pp. 85-116.
- PEERSMAN, G. (2000): “*The transmission of monetary policy in the Euro-area*”, *Revue de la Banque*, nº 2/3; pp. 139-148.
- POOLE, W. (1998): “*That mysterious FOMC*”. Federal Reserve Bank of St. Louis.
- POOLE, W. (1999): “*Communicating the stance of monetary policy*” disponible en <http://www.stls.frb.org/general/speeches/991104.html>.
- POSEN, A. S. (1995): “*Central bank independence and disinflationary credibility: a missing link?*”, Staff Reports. Federal Reserve Bank of New York.
- PRATI, A. y SCHINSASI, G. (1998): “*Will the European Central Bank be the lender of last resort in EMU?*”. IMF.
- QUIRÓS, G. (1998): “*Estrategia e instrumentación de la política monetaria única*”, *Economistas*, nº 78; pp. 106-114.
- RAMASWAMY, R. (1997): “*Monetary frameworks: is there a preferred option for the ECB?*”. Documentos PPAA. FMI, junio.

ROGOFF, K. (1985): "The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 100; pp. 1169-1190.

ROJO, L.A. (1975): "*Renta, precios y balanza de pagos*". Alianza Editorial.

ROJO, L.A. (1998): "El Banco Central Europeo y la política monetaria común", *Revista de Occidente*, nº 200, enero; pp. 25-42.

ROLL COMMITTEE (1993): "*Independent and Accountable: A New Mandate for the Bank of England*". CEPR. London.

RUDEBUSCH, G. y SVENSSON, L. (1999): "*Eurosystem monetary targeting: lessons from US data*". Institute for International Economic Studies.

RULE, D. (1997): "Monetary policy implementation in EMU-a Bank of England perspective on the EMI's proposals", *Quarterly Bulletin of Bank of England*, febrero; pp. 57-62.

SARDÁ, J. (1997): "Una panorámica sobre la demanda de dinero para un agregado de países europeos", *Información Comercial Española*, nº 765, septiembre; pp. 149-162.

SCHARNAGL, M. (1998): "The stability of German money demand: not just a myth", *Empirical Economics*, nº 23; pp. 355-370.

SIBJEN, J. (1996): "Rules versus discretion in monetary policy: revisited", *Australian Economic Papers*, vol. 35, nº 66; pp. 156-182.

SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS DEL SECTOR EXTERIOR (1996): "La inflación: ¿El fin de una era?. Lecciones de los últimos años", *Boletín Económico de ICE*, nº 2522; pp. 3-8.

SVENSSON, L. (1996): "*Price level targeting versus inflation targeting: a free lunch?*", NBER, Working Paper, nº 5719.

SVENSSON, L. (1997): "Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets", *European Economic Review*, vol. 41, nº 6; pp. 1111-1146.

SVENSSON, L. (1997): "Optimal inflation targets, conservative central banks and linear inflation contracts", *American Economic Review*, vol. 87, nº 1; pp. 98-114.

SVENSSON, L. (1998): “*Inflation targeting as a monetary policy rule*”, Institute for International Economic Studies, Seminar Paper.

SVENSSON, L. (1999): “*Monetary policy issues for the Eurosystem*”, NBER, Working Paper 7177, junio.

SVENSSON, L. (2000): “*The first year of the Eurosystem: Inflation targeting or not?*”, enero.

SVENSSON, L. (2001): “*The FED does not provide the solution to the Eurosystem’s problems*”, IIEE, mayo.

TAYLOR, J. (1999): “The robustness and efficiency of monetary policy rules as guidelines for interest rate setting by the ECB”, *Journal of Monetary Economics*, nº 43; pp. 671-676.

TAYLOR, J.B. (1993): “*Discretion versus policy rules in practice*”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, nº 39; pp. 195-214.

TAYLOR, J.B. (1996): “Policy rules as a means to a more effective monetary policy”, *Monetary and Economic Studies*, vol. 14, nº 1; pp. 28-39.

THORNTON, D. (2000): “*The relationship between the Federal Funds Rate and the Fed’s Federal Funds Rate Target: Is it Open Market or Open Mouth Operations?*”. Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper 022B.

THYGESEN, C. (1996): “Monetary policy strategy in the Third Stage of EMU”, *Monetary Review*. Danmarks Nationalbank, noviembre; pp. 22-28.

TRECROCI, C. y VEGA, J.L. (2000): “*The information content of M3 for future inflation*”. BCE. Working Paper, nº 33, octubre.

URRUTIA, J. (1997): “Una sugerencia para el problema de reputación del BCE”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 58; pp. 45-50.

VEGA, J.L. (1997): “La función de demanda a largo plazo de ALP” en *La política monetaria y la inflación en España*. Servicio de Estudios del Banco de España. Ed. Alianza. Madrid; pp. 121-138.

VERGARA, P. (2000): “*The Performance of the Operational Framework of the Eurosystem since the Introduction of the Euro*”. Trabajo presentado en la Conferencia del BCE “The operational framework of the Eurosystem and financial markets”, mayo.

VIÑALS, J. (1994): “The single monetary policy”. *ECU*, nº 28; pp. 9-13.

VIÑALS, J. (1998): “El descenso de la inflación y la política monetaria”. *Cuadernos de Información Económica*, nº 140/141, noviembre-diciembre; pp. 146-158.

VIÑALS, J. (1998): “*El marco general de la política monetaria única: racionalidad, consecuencias y cuestiones pendientes*”. Documento de Trabajo nº 9907. Servicio de Estudios del Banco de España. Madrid.

VIÑALS, J. (1998): “*Monetary policy and inflation: from theory to practice*”. Discussion Papers 1821. CEPR. Londres.

VON HAGEN, J.(1998): “*Money growth targeting*”. University of Bonn, Indiana University, y CEPR.

WALSH, C. (1995): “Optimal contracts for central bankers”, *American Economic Review*, vol. 85, nº 1; pp. 150-167.

WESCHE, K. (1997): “The stability of European Money Demand: an investigation of M_3H ”, *Open Economic Review*, nº 8; pp. 371-391.

WINKLER, B. (2000): “*Which kind of transparency?. On the need for clarity in monetary policy-making*”. BCE Working Paper, nº 26, agosto.

WOODWARD, B. (2001): “*Greenspan. Alan Greenspan, Wall Street y la economía mundial*”. Ed. Península. Barcelona.

WYPLOSZ, Ch. (2001): “*The FED and the ECB: Briefing notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*”, Graduate Institute of International Studies, Geneva y CEPR.

YATES, A. (1995): “On the design of inflation targets” en A.G. Haldane (ed.) “*Targeting Inflation*”. Bank of England; pp. 135-169.

DOCUMENTOS OFICIALES DEL BCE Y DEL IME

BCE (1998): “*La política monetaria única en la tercera etapa: documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC*”; septiembre. Francfort.

BCE (1998): “*Target: Sistema de Pagos del euro con liquidación bruta en tiempo real*”. Francfort.

BCE (1998): “*Third Progress Report on the Target Project*”, noviembre. Francfort.

BCE (1999): “El marco institucional del Sistema Europeo de Bancos Centrales”, *Boletín Mensual*, julio; pp. 59-67.

BCE (1999): “El marco operativo del Eurosistema: descripción y primera evaluación”, *Boletín Mensual*, mayo; pp. 33-49.

BCE (1999): “El papel de los indicadores de coyuntura en el análisis de la evolución de los precios en el área del euro”, *Boletín Mensual*, abril; pp. 31-46.

BCE (1999): “La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad”, *Boletín Mensual*, enero; pp. 45-57.

BCE (1999): “Los agregados monetarios en el área del euro y su papel en la estrategia de política monetaria del Eurosistema”, *Boletín Mensual*, febrero; pp. 31-43.

BCE (2000): “Cambio al procedimiento de subasta a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación”, *Boletín Mensual*, julio; pp. 37-42.

BCE (2000): “Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: concepto, utilización y estimación”, *Boletín Mensual*, octubre; pp. 37-48.

BCE (2000): “El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria”, *Boletín Mensual*, mayo; pp. 39-59.

BCE (2000): “Indicadores de precios y costes de la zona euro: una panorámica general”, *Boletín Mensual*, agosto; pp. 33-50.

BCE (2000): “*Informe Anual 1999*”. Francfort.

BCE (2000): “*La política monetaria única en la tercera fase: documentación general sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema*”, noviembre. Francfort.

BCE (2000): “La transmisión de la política monetaria en la zona del euro”, *Boletín Mensual*, julio; pp. 43-59.

BCE (2000): “Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE”, *Boletín Mensual*, noviembre; pp. 51-62.

BCE (2000): “*Nota de prensa sobre los detalles técnicos de las nuevas subastas a tipo variable para las OPF*”, disponible en <http://www.ecb.int/press/>

BCE (2001): “Cuestiones relativas a las reglas de política monetaria”, *Boletín Mensual*, octubre; pp. 41-55.

BCE (2001): “Formulación de la política monetaria en un entorno de incertidumbre”, *Boletín Mensual*, enero; pp. 45-58.

BCE (2001): “*Informe Anual 2000*”. Francfort.

BCE: “*Boletín Mensual*”, varios números.

BCE (2001): “La política de comunicación del BCE”, *Boletín Mensual*, febrero; pp. 59-65.

BCE (2001): “*Monetary Analysis: Tools and Applications*”, Francfort.

BCE (2001): “*Target: Annual Report*”, Frankfurt.

BCE (2001): “*The euro money market*”, julio. Francfort.

BCE (2001): “*The monetary policy of the ECB*”, Francfort.

DOMINGO SOLANS, E. (1999): “*100 days of EMU first experiences and further perspectives*”, disponible en <http://www.ecb.int/key/sp990414.htm>; 14 de abril de 1999.

DOMINGO SOLANS, E. (1999): “*La política monetaria del Banco Central Europeo*” disponible en <http://www.ecb.int/key/sp981204.htm>; 4 de diciembre.

DOMINGO SOLANS, E. (1999): “*Monetary policy under inflation targeting*” disponible en http://www.ecb.int/key/00/sp001201_1.htm; 1 de diciembre de 2000.

DOMINGO SOLANS, E. (1999): “*Parameters of the eurosystem’s monetary policy*”, disponible en http://www.ecb.int/key/00/sp000920_2.htm; de 12 de septiembre de 2000.

DOMINGO SOLANS, E. (2000): “*La política monetaria europea y el Banco Central Europeo*”, disponible en <http://www.ecb.int/key/00/sp001026es.htm>, 26 de octubre de 2000.

DOMINGO SOLANS, E. (2000): “*Precios de los activos y política monetaria*”, disponible en <http://www.ecb.int/key/00/sp000519es.htm>, 19 de mayo de 2000.

DUISENBERG, W. (1997): “*Comparisons between the structure and methods of the ESCB and the US Federal Reserve System*”. BIS Review 46/1997.

DUISENBERG, W. (1998): “*The European System of Central Banks. Current position and future prospects*” disponible en <http://www.ecb.int/key/98>, 27 de noviembre de 1998.

DUISENBERG, W. (2000): “*Making monetary policy in a broad monetary union*” disponible en <http://www.ecb.int/key/00/sp001012.htm>, 12 de octubre de 2000.

HAMÄLÄINEN, S. (2000): “*The operational framework of the Eurosystem*” disponible en <http://www.ecb.int/key/00/sp000505-2.htm> de 5 de mayo de 2000.

IME (1995): “*Target report*”, mayo. Francfort

IME (1996): “*First Progress Report on the Target Project*”, agosto. Francfort;

IME (1996): “*Preparation of a single monetary policy in the third stage*”, *ECU*, n ° 34, 1^{er} trim.; p. 30.

IME (1996): “*Los requerimientos estadísticos para la tercera fase*”. Francfort.

IME (1997): “*Money demand in EU countries*”. Staff Papers; marzo.

IME (1997): “*Second Progress Report on the Target Project*”, septiembre. Francfort;

IME (1997): “*The single monetary policy in stage three: specification of the operational framework*”, enero. Francfort.

IME (1997): “*The single monetary policy in stage three: general documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures*”, septiembre. Francfort.

IME (1997): “*La política monetaria única en la tercera etapa: elementos de la estrategia de política monetaria del SEBC*”, febrero. Francfort.

IME (varios años): “*Informe Anual*”. Francfort.

ISSING, O. (1993): “Independencia del banco central y estabilidad monetaria”, *Boletín CEMLA*, vol. 39, n° 6; pp. 268-281.

ISSING, O. (2000): “*Communication challenges for the ECB*” disponible en la dirección <http://www.ecb.int/key/00/sp000626-2.htm> de 26 de junio de 2000.

ISSING, O. (2000): “The ECB’s monetary policy: experience after the first year”, *Journal of Policy Modeling*, vol. 22, n° 3; pp. 325-343.

NOYER, C. (2001): “*Current issues in monetary policy*”, disponible en la dirección <http://www.ecb.int/key/01/sp010206en.htm>, 6 de febrero de 2001.

NOYER, Ch. (2000): “*Monetary policy-making in the euro area*” disponible en http://www.ecb.int/key/oo/sp000323_1en.htm, 23 de marzo de 2000.

DIRECCIONES ELECTRÓNICAS MÁS CONSULTADAS

www.afi.es : Analistas Financieros Internacionales

www.bde.es : Banco de España

www.bis.org : Banco Internacional de Pagos

www.cde.ua.es : Centro de Documentación Europea. Universidad de Alicante.

www.cepr.org : Centre for Economic Policy Research

www.ecb.int : Banco Central Europeo

www.europa.eu.int/eurostat.html : Oficina de Estadísticas de la Unión Europea- Eurostat

www.federalreserve.gov : Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal de los EE.UU.

www.imf.org : Fondo Monetario Internacional

www.ine.es : Instituto Nacional de Estadística

www.mineco.es : Ministerio de Economía

www.nber.org : National Bureau of Economic Research

www.newyorkfed.org : Reserva Federal de Nueva York

www.obce.org : Observatorio del Banco Central Europeo

www.oecd.org : Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

ANEXOS

ANEXOS

Anexo 1.	La instrumentación de la política monetaria en los países de la UE previamente a su entrada en la UEM.....	571
Anexo 2.	Mecanismos de transmisión de la política monetaria.....	572
Anexo 3.	Calendario de las subastas ordinarias realizadas en las operaciones principales de financiación (OPF) y en las operaciones de financiación a más largo plazo (OFLP)...	574
Anexo 4.	Recortes de valoración de activos.....	577
Anexo 5.	Operaciones Principales de Financiación del Eurosistema.....	578
Anexo 6.	Operaciones de Financiación a más largo plazo del Eurosistema.....	582
Anexo 7.	Cuadro comparativo de la política monetaria del BCE y de la Reserva Federal de los EE.UU.....	583
Anexo 8.	Metodología del análisis <i>shift-share</i>	594

Anexo 1. La instrumentación de la política monetaria en los países de la UE previamente a su entrada en la UEM

INSTRUMENTOS	Bélgica	Dinamarca	Alemania	Grecia	España	Francia	Irlanda	Italia	Holanda	Austria	Portugal	Finlandia	Suecia	Reino Unido
COEFICIENTE DE RESERVAS MÍNIMAS	no	no	si	si	si	si	Si	si	si	si	si	si	no	no
Remuneración	-	-	no	Parcial	no	no	Según mercado	Parcial	Según mercado	no	no	no	-	-
FACILIDADES PERMANENTES														
Créditos con ti por debajo o cercanos al mercado	+	-	++	+	-	-	-	+	+++	+++	-	-	-	-
Facilidades de depósito	+	+	-	-	-	-	++	-	-	-	+++	+	+	-
Refinanciación Marginal	+	-	+	++	-	+	++	++	-	-	+	++	+	++
OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO														
Operaciones en firme	+	+++	-	+++	-	++	+	++	++	-	-	+++	+	+++
Repos	+++	+++	+++	+	+++	+++	+++	+++	+++	+	+++	+++	+++	+++
Swaps de divisas	++	+	+	+	+	-	++	+	+	+	-	++	-	-
Frecuencia de operaciones	+++	+	+	++	++	++	+++	++	++	+	++	++	++	+++
Subastas de volumen	++	+++	++	-	-	-	-	-	+++	+	-	++	+++	++
Subastas de tipo de interés	+++	-	+++	+	+++	+++	+++	-	+	+++	++	+	+++	-

Fuente: Elaboración propia a partir de CUADRADO ROURA, J.R. (coord.) (1995): "Introducción a la Política Económica". Ed. McGraw-Hill; pp. 546-547.

* En las facilidades permanentes y en las operaciones de mercado abierto se expresa la intensidad con que cada instrumento contribuye de forma específica a regular la liquidez en el sistema siendo dicha intensidad baja (+), media (++) o alta (+++). Respecto a la frecuencia de las operaciones de mercado abierto, ésta se corresponde con alrededor de una vez por semana (+), varias veces por semana (++) o más de una vez al día (+++).

Anexo 2. Mecanismos de transmisión de la política monetaria

MECANISMOS DE TRANSMISIÓN VÍA TIPOS DE INTERÉS	CARACTERÍSTICAS	FUNCIONAMIENTO
GENERAL		$\Delta(\Delta M) \rightarrow \nabla i_n \xrightarrow{\bar{p}} \nabla i_r \rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \Delta I \\ \Delta C \end{array} \right\} \rightarrow \Delta(\Delta Y)$
KEYNESIANO	Para Keynes existían dos únicos activos, dinero y bonos, y un único tipo de interés, el de los bonos. Para los keynesianos existe un amplio conjunto de activos, pero sólo los bonos son buenos sustitutivos del dinero, con lo que existe un único tipo de interés, el de los bonos, que recoge la gran mayoría del impulso de la política monetaria.	$\Delta(\Delta M) \rightarrow M^s)M^d \rightarrow$ alteración de la estructura de cartera óptima \rightarrow compra de bonos $\rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \Delta K_b \\ \nabla i \end{array} \right\} \rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \Delta I \\ \Delta C \end{array} \right\} \rightarrow \Delta(\Delta Y)$ $\downarrow \rightarrow \Delta M^d$
MONETARISTAS	Para los monetaristas existe un amplio conjunto de activos y ninguno es sustitutivo particularmente próximo del dinero, por lo que los agentes reordenan su cartera intercambiando todos los activos entre sí.	$\Delta(\Delta M) \rightarrow M^s)M^d \rightarrow$ alteración de la estructura de cartera óptima \rightarrow compra de títulos c/p $\rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \Delta K_{c/p} \\ \nabla i \end{array} \right\} \rightarrow$ \rightarrow compra de títulos l/p $\rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \Delta K_{l/p} \\ \nabla i \end{array} \right\} \rightarrow \rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \Delta I \\ \Delta C \end{array} \right\} \rightarrow \Delta(\Delta Y)$ \rightarrow compra de acciones $\rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \Delta K_a \\ \nabla i \end{array} \right\} \rightarrow$ \rightarrow compra de activos reales \rightarrow \downarrow compra de servicios \rightarrow
	Igualmente para estos autores existen distintos efectos relacionados con el mecanismo de transmisión vía tipos de interés. Para los keynesianos sólo es válido el efecto liquidez.	Efecto liquidez: $\Delta(\Delta M) \rightarrow \nabla i_r \rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \Delta I \\ \Delta C \end{array} \right\} \rightarrow \Delta(\Delta Y)$ Efecto renta: $\Delta(\Delta Y) \rightarrow \Delta M^d \rightarrow \Delta i_r$ Efecto riqueza: $\Delta(\Delta M) \rightarrow \Delta W \rightarrow \Delta C \rightarrow \Delta(\Delta Y)$ Efecto Fisher: $\Delta(\Delta M) \rightarrow \Delta \dot{p}^e \rightarrow \Delta i_M \rightarrow \Delta p$

	CARACTERÍSTICAS	FUNCIONAMIENTO
MECANISMOS DE TRANSMISIÓN VÍA EFECTOS RIQUEZA	Se producen tres efectos riqueza: uno directo, y dos indirectos inducidos por los tipos de interés y por los precios.	$\Delta(\Delta M) \rightarrow \begin{cases} \rightarrow \Delta W \rightarrow \Delta C \rightarrow \Delta D \rightarrow \Delta(\Delta Y) \\ \rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \nabla i \\ \Delta K \end{array} \right\} \rightarrow \Delta W \\ \rightarrow \Delta P \rightarrow \nabla \text{valor activos reales} \rightarrow \nabla W \rightarrow \nabla C \rightarrow \nabla D \rightarrow \nabla(\Delta Y) \end{cases}$
MECANISMOS DE TRANSMISIÓN VÍA CRÉDITO BANCARIO	Se considera que los individuos además de dinero y bonos también disponen del crédito bancario como un activo más, de forma que las variaciones en la oferta monetaria influyen también en la oferta de crédito bancario. La importancia de este canal depende básicamente del marco institucional del sistema financiero y de la posición financiera de los agentes económicos.	$\Delta(\Delta M) \rightarrow \begin{cases} \rightarrow \Delta \text{Depósitos} \rightarrow \Delta \text{Préstamos} \rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \Delta I \\ \Delta C \end{array} \right\} \rightarrow \Delta(\Delta Y) \\ \rightarrow \Delta K \rightarrow \Delta \text{valor colaterales} \rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \nabla \text{selección adversa} \\ \nabla \text{riesgo moral} \end{array} \right\} \rightarrow \Delta \text{Préstamos} \rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \Delta I \\ \Delta C \end{array} \right\} \rightarrow \Delta(\Delta Y) \\ \rightarrow \Delta \text{Cash - flow empresarial} \uparrow \end{cases}$ $\Delta(\Delta M) \rightarrow \text{disminuye el grado de racionamiento crediticio} \rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \Delta I \\ \Delta C \end{array} \right\} \rightarrow \Delta(\Delta Y)$
MECANISMOS DE TRANSMISIÓN VÍA EXPECTATIVAS	Para que exista este mecanismo es necesario que existan expectativas estables y de confianza de los agentes económicos en la actuación de la autoridad monetaria, ya que si no se esperan variaciones en la oferta monetaria, este mecanismo no funciona.	$\Delta(\Delta M^e) \rightarrow \begin{cases} \rightarrow \Delta p^e \rightarrow \text{mayores demandas salariales} \rightarrow \text{crecimiento costes productivos} \rightarrow \Delta p \\ \rightarrow \nabla i^e \rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \Delta I \\ \Delta C \end{array} \right\} \rightarrow \Delta D \rightarrow \Delta(\Delta Y) \rightarrow \Delta P \end{cases}$
MECANISMOS DE TRANSMISIÓN VÍA TIPO DE CAMBIO	Este mecanismo está condicionado por múltiples factores, tanto por el lado de la oferta como de la demanda, determinando de esta forma: el grado de traslación de las variaciones del tipo de cambio a los precios de importaciones y exportaciones, la cuantía del impacto sobre la demanda de las variaciones en el tipo de cambio y la cuantía del impacto sobre la oferta de las variaciones del tipo de cambio.	$\Delta(\Delta M) \rightarrow \nabla i \rightarrow \text{salida neta capitales} \xrightarrow{\text{tc flexible}} \text{depreciación moneda nacional} \rightarrow$ $\rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \Delta P_{\text{importaciones}} \\ \Delta P_{\text{exportaciones}} \end{array} \right\} \rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \nabla M \\ \Delta X \end{array} \right\} \rightarrow \Delta D \rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \Delta Y_r \\ \Delta P \end{array} \right\}$ $\rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \Delta p^e \rightarrow \Delta W \\ \Delta P_{\text{materias primas importadas}} \end{array} \right\} \rightarrow \Delta \text{costes de producción} \rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \nabla Y_r \\ \Delta P \end{array} \right\} \rightarrow \left\{ \begin{array}{l} i, Y_r? \\ \Delta P \end{array} \right\}$

Fuente: Elaboración propia a partir de FERNÁNDEZ DÍAZ, A.; RODRÍGUEZ SÁIZ, L.; PAREJO GÁMIR, J.A.; GALINDO MARTÍN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): "Política monetaria: su eficacia y enfoques alternativos". Ed. AC. Madrid; pp. 63-94

Anexo 3. Calendario de las subastas ordinarias realizadas en las operaciones principales de financiación (OPF) y en las operaciones de financiación a más largo plazo (OFLP)

1999																							
ENERO	FEBRERO		MARZO		ABRIL		MAYO		JUNIO		JULIO		AGOSTO		SEPTIEMBRE		OCTUBRE		NOVIEMBRE		DICIEMBRE		
1 V	1 L	OPF-anuncio	1 L	OPF-anuncio	1 J		1 S		1 M	OPF-adjudicación	1 J	OFLP liquidación	1 D		1 X	OPF-liquidación	1 V	OPF-anuncio	1 L	OPF-anuncio	1 X	OPF-liquidación	
2 S	2 M	OPF-adjudicación	2 M	OPF-adjudicación	2 V		2 D		2 X	OPF-liquidación	2 V		2 L	OPF-anuncio	2 J		2 S		2 M	OPF-adjudicación	2 J		
3 D	3 X	OPF-liquidación	3 X	OPF-liquidación	3 S		3 L	OPF-anuncio	3 J		3 S		3 M	OPF-adjudicación	3 V		3 D		3 X	OPF-liquidación	3 V		
4 L	OPF-anuncio	4 J		4 J		4 D		4 M	OPF-adjudicación	4 V		4 D		4 X	OPF-liquidación	4 S		4 L	OPF-adjudicación	4 J		4 S	
5 M	OPF-adjudicación	5 V		5 V		5 L	OPF-anuncio	5 X	OPF-liquidación	5 S		5 L	OPF-anuncio	5 J		5 D		5 M		5 V	OPF-anuncio	5 D	
6 X		6 S		6 S		6 M	OPF-adjudicación	6 J		6 D		6 M	OPF-adjudicación	6 V		6 L	OPF-anuncio	6 X	OPF-liquidación	6 S		6 L	OPF-anuncio
7 J	OPF-liquidación	7 D		7 D		7 X	OPF-liquidación	7 V		7 L	OPF-anuncio	7 X	OPF-liquidación	7 S		7 M	OPF-adjudicación	7 J		7 D		7 M	OPF-adjudicación
8 V		8 L	OPF-anuncio	8 L	OPF-anuncio	8 J		8 S		8 M	OPF-adjudicación	8 J		8 D		8 X	OPF-liquidación	8 V	OPF-anuncio	8 L	OPF-adjudicación	8 X	OPF-liquidación
9 S		9 M	OPF-adjudicación	9 M	OPF-adjudicación	9 V		9 D		9 X	OPF-liquidación	9 V		9 L	OPF-anuncio	9 J		9 S		9 M		9 J	
10 D		10 X	OPF-liquidación	10 X	OPF-liquidación	10 S		10 L	OPF-anuncio	10 J		10 S		10 M	OPF-adjudicación	10 V		10 D		10 X	OPF-liquidación	10 V	
11 L	OPF-anuncio	11 J		11 J		11 D		11 M	OPF-adjudicación	11 V		11 D		11 X	OPF-liquidación	11 S		11 L	OPF-adjudicación	11 J		11 S	
12 M	OPF-adjudicación OFLP anuncio	12 V	OPF-anuncio	12 V		12 L	OPF-anuncio	12 X	OPF-liquidación	12 S		12 L	OPF-anuncio	12 J		12 D		12 M		12 V		12 D	
13 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	13 S		13 S		13 M	OPF-adjudicación	13 J		13 D		13 M	OPF-adjudicación	13 V		13 L	OPF-anuncio	13 X	OPF-liquidación	13 S		13 L	OPF-anuncio
14 J	OFLP-liquidación	14 D		14 D		14 X	OPF-liquidación	14 V		14 L	OPF-anuncio	14 X	OPF-liquidación	14 S		14 M	OPF-adjudicación	14 J		14 D		14 M	OPF-adjudicación
15 V		15 L	OPF-adjudicación	15 L	OPF-anuncio	15 J		15 S		15 M	OPF-adjudicación	15 J		15 D		15 X	OPF-liquidación	15 V		15 L	OPF-anuncio	15 X	OPF-liquidación
16 S		16 M		16 M	OPF-adjudicación	16 V		16 D		16 X	OPF-liquidación	16 V		16 L	OPF-anuncio	16 J		16 S		16 M	OPF-adjudicación	16 J	
17 D		17 X	OPF-liquidación	17 X	OPF-liquidación	17 S		17 L	OPF-anuncio	17 J		17 S		17 M	OPF-adjudicación	17 V		17 D		17 X	OPF-liquidación	17 V	
18 L	OPF-anuncio	18 J		18 J		18 D		18 M	OPF-adjudicación	18 V		18 D		18 X	OPF-liquidación	18 S		18 L	OPF-anuncio	18 J		18 S	
19 M	OPF-adjudicación	19 V		19 V		19 L	OPF-anuncio	19 X	OPF-liquidación	19 S		19 L	OPF-anuncio	19 J		19 D		19 M	OPF-adjudicación	19 V		19 D	
20 X	OPF-liquidación	20 S		20 S		20 M	OPF-adjudicación	20 J		20 D		20 M	OPF-adjudicación	20 V		20 L	OPF-anuncio	20 X	OPF-liquidación	20 S		20 L	OPF-anuncio
21 J		21 D		21 D		21 X	OPF-liquidación	21 V		21 L	OPF-anuncio	21 X	OPF-liquidación	21 S		21 M	OPF-adjudicación	21 J		21 D		21 M	OPF-adjudicación
22 V		22 L	OPF-anuncio	22 L	OPF-anuncio	22 J		22 S		22 M	OPF-adjudicación	22 J		22 D		22 X	OPF-liquidación	22 V		22 L	OPF-anuncio	22 X	OPF-liquidación
23 S		23 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	23 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	23 V		23 D		23 X	OPF-liquidación	23 V		23 L	OPF-anuncio	23 J		23 S		23 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	23 J	OFLP liquidación
24 D		24 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	24 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	24 S		24 L	OPF-anuncio	24 J		24 S		24 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	24 V		24 D		24 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	24 V	
25 L	OPF-anuncio	25 J	OFLP liquidación	25 J	OFLP liquidación	25 D		25 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	25 V		25 D		25 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	25 S		25 L	OPF-anuncio	25 J	OFLP liquidación	25 S	
26 M	OPF-adjudicación	26 V		26 V		26 L	OPF-anuncio	26 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	26 S		26 L	OPF-anuncio	26 J	OFLP liquidación	26 D		26 M	OFLP-anuncio	26 V		26 D	
27 X	OPF-liquidación	27 S		27 S		27 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	27 J	OFLP liquidación	27 D		27 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	27 V		27 L	OPF-anuncio	27 X	OPF-adjudicación OFLP adjudicación	27 S		27 L	OPF-anuncio
28 J		28 D		28 D		28 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	28 V		28 L	OPF-anuncio	28 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	28 S		28 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	28 J	OPF-liquidación OFLP liquidación	28 D		28 M	
29 V				29 L	OPF-anuncio	29 J	OFLP liquidación	29 S		29 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	29 J	OFLP liquidación	29 D		29 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	29 V		29 L	OPF-anuncio	29 X	
30 S				30 M	OPF-adjudicación	30 V		30 D		30 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	30 V		30 L	OPF-anuncio	30 J	OFLP liquidación	30 S		30 M	OPF-adjudicación	30 J	OPF-adjudicación OFLP-liquidación
31 D				31 X	OPF-liquidación			31 L	OPF-anuncio			31 S		31 M	OPF-adjudicación			31 D					

2000

ENERO		FEBRERO		MARZO		ABRIL		MAYO		JUNIO		JULIO		AGOSTO		SEPTIEMBRE		OCTUBRE		NOVIEMBRE		DICIEMBRE	
1 S		1 M	OPF-adjudicación	1 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	1 S		1 L		1 J	OFLP-liquidación	1 S		1 M	OPF-adjudicación	1 V		1 D		1 X	OPF-liquidación	1 V	
2 D		2 X	OPF-liquidación	2 J	OFLP liquidación	2 D		2 M	OPF-anuncio	2 V		2 D		2 X	OPF-liquidación	2 S		2 L	OPF-adjudicación	2 J		2 S	
3 L		3 J		3 V	OPF-anuncio	3 L	OPF-anuncio	3 X	OPF-adjudicación	3 S		3 L	OPF-anuncio	3 J		3 D		3 M		3 V		3 D	
4 M		4 V		4 S		4 M	OPF-adjudicación	4 J	OPF-liquidación	4 D		4 M	OPF-adjudicación	4 V		4 L	OPF-anuncio	4 X	OPF-liquidación	4 S		4 L	OPF-anuncio
5 X		5 S		5 D		5 X	OPF-liquidación	5 V		5 L	OPF-anuncio	5 X	OPF-liquidación	5 S		5 M	OPF-adjudicación	5 J		5 D		5 M	OPF-adjudicación
6 J		6 D		6 L	OPF-adjudicación	6 J		6 S		6 M	OPF-adjudicación	6 J		6 D		6 X	OPF-liquidación	6 V		6 L	OPF-anuncio	6 X	OPF-liquidación
7 V		7 L	OPF-anuncio	7 M		7 V		7 D		7 X	OPF-liquidación	7 V		7 L	OPF-anuncio	7 J		7 S		7 M	OPF-adjudicación	7 J	
8 S		8 M	OPF-adjudicación	8 X	OPF-liquidación	8 S		8 L	OPF-anuncio	8 J		8 S		8 M	OPF-adjudicación	8 V		8 D		8 X	OPF-liquidación	8 V	
9 D		9 X	OPF-liquidación	9 J		9 D		9 M	OPF-adjudicación	9 V		9 D		9 X	OPF-liquidación	9 S		9 L	OPF-anuncio	9 J		9 S	
10 L	OPF-anuncio	10 J		10 V		10 L	OPF-anuncio	10 X	OPF-liquidación	10 S		10 L	OPF-anuncio	10 J		10 D		10 M	OPF-adjudicación	10 V		10 D	
11 M	OPF-adjudicación	11 V		11 S		11 M	OPF-adjudicación	11 J		11 D		11 M	OPF-adjudicación	11 V	OPF-anuncio	11 L	OPF-anuncio	11 X	OPF-liquidación	11 S		11 L	OPF-anuncio
12 X	OPF-liquidación	12 S		12 D		12 X	OPF-liquidación	12 V		12 L		12 X	OPF-liquidación	12 S		12 M	OPF-adjudicación	12 J		12 D		12 M	OPF-adjudicación
13 J		13 D		13 L	OPF-anuncio	13 J		13 S		13 M	OPF-anuncio	13 J		13 D		13 X	OPF-liquidación	13 V		13 L	OPF-anuncio	13 X	OPF-liquidación
14 V		14 L	OPF-anuncio	14 M	OPF-adjudicación	14 V		14 D		14 X	OPF-adjudicación	14 V		14 L	OPF-adjudicación	14 J		14 S		14 M	OPF-adjudicación	14 J	
15 S		15 M	OPF-adjudicación	15 X	OPF-liquidación	15 S		15 L	OPF-anuncio	15 J	OPF-liquidación	15 S		15 M		15 V		15 D		15 X	OPF-liquidación	15 V	
16 D		16 X	OPF-liquidación	16 J		16 D		16 M	OPF-adjudicación	16 V		16 D		16 X	OPF-liquidación	16 S		16 L	OPF-anuncio	16 J		16 S	
17 L	OPF-anuncio	17 J		17 V		17 L	OPF-anuncio	17 X	OPF-liquidación	17 S		17 L	OPF-anuncio	17 J		17 D		17 M	OPF-adjudicación	17 V		17 D	
18 M	OPF-adjudicación	18 V		18 S		18 M	OPF-adjudicación	18 J		18 D		18 M	OPF-adjudicación	18 V		18 L	OPF-anuncio	18 X	OPF-liquidación	18 S		18 L	OPF-anuncio
19 X	OPF-liquidación	19 S		19 D		19 X	OPF-liquidación	19 V		19 L	OPF-anuncio	19 X	OPF-liquidación	19 S		19 M	OPF-adjudicación	19 J		19 D		19 M	OPF-adjudicación
20 J		20 D		20 L	OPF-anuncio	20 J		20 S		20 M	OPF-adjudicación	20 J		20 D		20 X	OPF-liquidación	20 V		20 L	OPF-anuncio	20 X	OPF-liquidación
21 V		21 L	OPF-anuncio	21 M	OPF-adjudicación	21 V		21 D		21 X	OPF-liquidación	21 V		21 L	OPF-anuncio	21 J		21 S		21 M	OPF-adjudicación	21 J	OPF-anuncio
22 S		22 M	OPF-adjudicación	22 X	OPF-liquidación	22 S		22 L	OPF-anuncio	22 J		22 S		22 M	OPF-adjudicación	22 V		22 D		22 X	OPF-liquidación	22 V	OPF-adjudicación
23 D		23 X	OPF-liquidación	23 J		23 D		23 M	OPF-adjudicación	23 V		23 D		23 X	OPF-liquidación	23 S		23 L	OPF-anuncio	23 J		23 S	
24 L	OPF-anuncio	24 J		24 V		24 L		24 X	OPF-liquidación	24 S		24 L	OPF-anuncio	24 J		24 D		24 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	24 V		24 D	
25 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	25 V		25 S		25 M	OPF-anuncio OFLP-anuncio	25 J		25 D		25 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	25 V		25 L	OPF-anuncio	25 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	25 S		25 L	
26 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	26 S		26 D		26 X	OPF-adjudicación OFLP adjudicación	26 V		26 L	OPF-anuncio	26 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	26 S		26 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	26 J	OFLP-liquidación	26 D		26 M	
27 J	OFLP-liquidación	27 D		27 L	OPF-anuncio	27 J	OPF-liquidación OFLP-liquidación	27 S		27 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	27 J	OFLP-liquidación	27 D		27 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	27 V		27 L	OPF-anuncio	27 X	OPF-liquidación OFLP-anuncio
28 V		28 L	OPF-anuncio	28 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	28 V		28 D		28 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	28 V		28 L	OPF-anuncio	28 J	OFLP-liquidación	28 S		28 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	28 J	OFLP adjudicación
29 S		29 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	29 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	29 S		29 L	OPF-anuncio	29 J	OFLP-liquidación	29 S		29 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	29 V	OPF-anuncio	29 D		29 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	29 V	OPF-anuncio OFLP liquidación
30 D				30 J	OFLP-liquidación	30 D		30 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	30 V		30 D		30 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación	30 S		30 L	OPF-anuncio	30 J	OFLP-liquidación	30 S	
31 L	OPF-anuncio			31 V				31 X	OPF-liquidación OFLP adjudicación			31 L	OPF-anuncio	31 J	OFLP-liquidación			31 M	OPF-adjudicación			31 D	

2001																							
ENERO		FEBRERO		MARZO		ABRIL		MAYO		JUNIO		JULIO		AGOSTO		SEPTIEMBRE		OCTUBRE		NOVIEMBRE		DICIEMBRE	
1 L		1 J		1 J	OFLP-liquidación	1 D		1 M		1 V		1 D		1 X	OPF-liquidación	1 S		1 L	OPF-anuncio	1 J		1 S	
2 M	OPF-adjudicación	2 V		2 V		2 L	OPF-anuncio	2 X		2 S		2 L	OPF-anuncio	2 J		2 D		2 M	OPF-adjudicación	2 V		2 D	
3 X	OPF-liquidación	3 S		3 S		3 M	OPF-adjudicación	3 J	OPF-anuncio	3 D		3 M	OPF-adjudicación	3 V		3 L	OPF-anuncio	3 X	OPF-liquidación	3 S		3 L	OPF-anuncio
4 J		4 D		4 D		4 X	OPF-liquidación	4 V	OPF-adjudicación	4 L	OPF-anuncio	4 X	OPF-liquidación	4 S		4 M	OPF-adjudicación	4 J		4 D		4 M	OPF-adjudicación
5 V		5 L	OPF-anuncio	5 L	OPF-anuncio	5 J		5 S		5 M	OPF-adjudicación	5 J		5 D		5 X	OPF-liquidación	5 V		5 L	OPF-anuncio	5 X	OPF-liquidación
6 S		6 M	OPF-adjudicación	6 M	OPF-adjudicación	6 V		6 D		6 X	OPF-liquidación	6 V		6 L	OPF-anuncio	6 J		6 S		6 M	OPF-adjudicación	6 J	
7 D		7 X	OPF-liquidación	7 X	OPF-liquidación	7 S		7 L	OPF-liquidación	7 J		7 S		7 M	OPF-adjudicación	7 V		7 D		7 X	OPF-liquidación	7 V	
8 L	OPF-anuncio	8 J		8 J		8 D		8 M		8 V		8 D		8 X	OPF-liquidación	8 S		8 L	OPF-anuncio	8 J		8 S	
9 M	OPF-adjudicación	9 V		9 V		9 L	OPF-anuncio	9 X		9 S		9 L	OPF-anuncio	9 J		9 D		9 M	OPF-adjudicación	9 V		9 D	
10 X	OPF-liquidación	10 S		10 S		10 M	OPF-adjudicación	10 J		10 D		10 M	OPF-adjudicación	10 V		10 L	OPF-anuncio	10 X	OPF-liquidación	10 S		10 L	OPF-anuncio
11 J		11 D		11 D		11 X	OPF-liquidación	11 V	OPF-anuncio	11 L	OPF-anuncio	11 X	OPF-liquidación	11 S		11 M	OPF-adjudicación	11 J		11 D		11 M	OPF-adjudicación
12 V		12 L	OPF-anuncio	12 L	OPF-anuncio	12 J		12 S		12 M	OPF-adjudicación	12 J		12 D		12 X	OPF-liquidación	12 V		12 L	OPF-anuncio	12 X	OPF-liquidación
13 S		13 M	OPF-adjudicación	13 M	OPF-adjudicación	13 V		13 D		13 X	OPF-liquidación	13 V		13 L	OPF-anuncio	13 J		13 S		13 M	OPF-adjudicación	13 J	
14 D		14 X	OPF-liquidación	14 X	OPF-liquidación	14 S		14 L	OPF-adjudicación	14 J		14 S		14 M	OPF-adjudicación	14 V		14 D		14 X	OPF-liquidación	14 V	
15 L	OPF-anuncio	15 J		15 J		15 D		15 M	OPF-liquidación	15 V		15 D		15 X	OPF-liquidación	15 S		15 L	OPF-anuncio	15 J		15 S	
16 M	OPF-adjudicación	16 V		16 V		16 L		16 X		16 S		16 L	OPF-anuncio	16 J		16 D		16 M	OPF-adjudicación	16 V		16 D	
17 X	OPF-liquidación	17 S		17 S		17 M	OPF-anuncio	17 J		17 D		17 M	OPF-adjudicación	17 V		17 L	OPF-anuncio	17 X	OPF-liquidación	17 S		17 L	OPF-anuncio
18 J		18 D		18 D		18 X	OPF-adjudicación	18 V		18 L	OPF-anuncio	18 X	OPF-liquidación	18 S		18 M	OPF-adjudicación	18 J		18 D		18 M	OPF-adjudicación
19 V		19 L	OPF-anuncio	19 L	OPF-anuncio	19 J	OPF-liquidación	19 S		19 M	OPF-adjudicación	19 J		19 D		19 X	OPF-liquidación	19 V		19 L	OPF-anuncio	19 X	OPF-liquidación
20 S		20 M	OPF-adjudicación	20 M	OPF-adjudicación	20 V		20 D		20 X	OPF-liquidación	20 V		20 L	OPF-anuncio	20 J		20 S		20 M	OPF-adjudicación	20 J	OFLP-anuncio
21 D		21 X	OPF-liquidación	21 X	OPF-liquidación	21 S		21 L	OPF-anuncio	21 J		21 S		21 M	OPF-adjudicación	21 V		21 D		21 X	OPF-liquidación	21 V	OFLP-adjudicación OFLP-liquidación
22 L	OPF-anuncio	22 J	OPF-anuncio	22 J		22 D		22 M	OPF-adjudicación	22 V		22 D		22 X	OPF-liquidación	22 S		22 L	OPF-anuncio	22 J		22 S	
23 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	23 V	OPF-adjudicación	23 V		23 L	OPF-anuncio OFLP-anuncio	23 X	OPF-liquidación	23 S		23 L	OPF-anuncio	23 J		23 D		23 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	23 V		23 D	
24 X	OPF-liquidación OFLP-adjudicación	24 S		24 S		24 M	OPF-adjudicación OFLP-adjudicación	24 J		24 D		24 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	24 V		24 L	OPF-anuncio	24 X	OPF-liquidación OFLP-adjudicación	24 S		24 L	
25 J	OFLP-liquidación	25 D		25 D		25 X	OPF-liquidación OFLP-liquidación	25 V		25 L	OPF-anuncio	25 X	OPF-liquidación OFLP-adjudicación	25 S		25 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	25 J	OFLP-liquidación	25 D		25 M	
26 V		26 L	OPF-liquidación	26 L	OPF-anuncio	26 J	OPF-anuncio	26 S		26 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	26 J	OFLP-liquidación	26 D		26 X	OPF-liquidación OFLP-adjudicación	26 V		26 L	OPF-anuncio	26 X	
27 S		27 M	OFLP-anuncio	27 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	27 V	OPF-adjudicación	27 D		27 X	OPF-liquidación OFLP-adjudicación	27 V		27 L	OPF-anuncio	27 J	OFLP-liquidación	27 S		27 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	27 J	OPF-anuncio
28 D		28 X	OFLP-adjudicación	28 X	OPF-liquidación OFLP-adjudicación	28 S		28 L	OPF-anuncio	28 J	OFLP-liquidación	28 S		28 M		28 V		28 D		28 X	OPF-liquidación OFLP-adjudicación	28 V	OPF-adjudicación OFFP-liquidación
29 L	OPF-anuncio			29 J	OFLP-liquidación	29 D		29 M	OPF-adjudicación OFLP-anuncio	29 V		29 D		29 X		29 S		29 L	OPF-anuncio	29 J	OFLP-liquidación	29 S	
30 M	OPF-adjudicación			30 V		30 L	OPF-liquidación	30 X	OPF-liquidación OFLP-adjudicación	30 S		30 L	OPF-anuncio	30 J	OFLP-liquidación	30 D		30 M	OPF-adjudicación	30 V		30 D	
31 X	OPF-liquidación			31 S		31 J	OFLP-liquidación					31 M	OPF-adjudicación	31 V				31 X	OPF-liquidación			31 L	

Anexo 1. Recortes de valoración de activos

RECORTES DE VALORACIÓN
<p>ACTIVOS DE LA LISTA UNO</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Recortes de valoración para instrumentos con tipo de interés fijo: <ul style="list-style-type: none"> 0% para instrumentos con vida residual no superior a 1 año. 2% para instrumentos con vida residual comprendida entre 1 y 3 años. 3% para instrumentos con vida residual comprendida entre 3 y 7 años. 5% para valores de renta fija con vida residual superior a 7 años. ▪ Recortes de valoración para instrumentos con tipo de interés variable: <ul style="list-style-type: none"> 0% para instrumentos con cupones fijados ex post. Para los instrumentos con cupones prefijados, se aplican los mismos recortes que los correspondientes a los instrumentos con tipo de interés fijo. Su determinación responde al plazo de tiempo que media entre la última revisión del tipo de interés y la siguiente. ▪ Recortes de valoración para valores con tipo de interés variable inversamente: <ul style="list-style-type: none"> 1,5% para instrumentos con vida residual no superior a 1 año. 4% para instrumentos con vida residual comprendida entre 1 y 3 años. 8% para instrumentos con vida residual comprendida entre 3 y 7 años. 12% para instrumentos con vida residual superior a 7 años.
<p>ACTIVOS DE LA LISTA DOS</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Recortes de valoración aplicados a acciones: <ul style="list-style-type: none"> El recorte se basa en la máxima variación desfavorable de precio de dos días consecutivos para cada activo a partir del 1 de enero de 1987, con un recorte mínimo del 20%. ▪ Recortes de valoración para instrumentos de renta fija negociables con liquidez limitada y recortes adicionales para instrumentos con tipo de interés variable inversamente: <ul style="list-style-type: none"> 1% para instrumentos con vida residual no superior a 1 año. 2,5% para instrumentos con vida residual comprendida entre 1 y 3 años. 5% para instrumentos con vida residual comprendida entre 3 y 7 años. 7% para valores de renta fija con vida residual superior a 7 años. ▪ Recortes de valoración para instrumentos de renta fija con liquidez limitada y características especiales: <ul style="list-style-type: none"> 2% para instrumentos con vida residual no superior a 1 año. 6% para instrumentos con vida residual comprendida entre 1 y 3 años. 13% para instrumentos con vida residual comprendida entre 3 y 7 años. 20% para valores de renta fija con vida residual superior a 7 años. ▪ Recortes de valoración para instrumentos de renta fija no negociable: <ul style="list-style-type: none"> Efectos comerciales: 2% para instrumentos con vida residual no superior a 6 meses. Préstamos bancarios; 10% para instrumentos con vida residual no superior a 6 meses y 20% para instrumentos con vida residual entre 6 meses y 2 años. Pagarés con garantía hipotecaria: 20%.

Fuente: BCE (2000): "La política monetaria única en la tercera fase: documentación general sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema"; noviembre; pp. 46 y 48.

Anexo 2. Operaciones Principales de Financiación del Eurosistema

Fecha de liquidación	Fecha de vencimiento	Plazo (días)	Importe solicitado	Importe adjudicado	Tipo de interés fijo	Tipo de interés mínimo	Tipo Marginal	T. Medio ponderado	Porcentaje de adjudicación	Período de mantenimiento de reservas	Rango del período	Entidades (rango o media)
7-ene-99	20-ene-99	13	481.625	75.000	3,00%				15,57%	1	6,92% - 15,57% (6,42-14,45)	914-1068
13-ene-99	27-ene-99	14	563.409	48.000	3,00%				8,52%			
20-ene-99	3-feb-99	14	593.418	59.000	3,00%				9,94%			
27-ene-99	10-feb-99	14	689.467	69.000	3,00%				10,01%			
3-feb-99	17-feb-99	14	757.724	62.000	3,00%				8,18%			
10-feb-99	24-feb-99	14	911.302	65.000	3,00%				7,13%			
17-feb-99	3-mar-99	14	896.138	62.000	3,00%				6,92%			
24-feb-99	10-mar-99	14	991.109	78.000	3,00%				7,87%	2	6,09% - 13,12% (7,62-16,43)	665-983
3-mar-99	17-mar-99	14	1.100.797	67.000	3,00%				6,09%			
10-mar-99	24-mar-99	14	950.369	75.000	3,00%				7,89%			
17-mar-99	31-mar-99	14	335.249	44.000	3,00%				13,12%			
24-mar-99	7-abr-99	14	372.647	102.000	3,00%				27,37%	3	8,17% - 100% (1-12,25)	302-841
31-mar-99	14-abr-99	14	118.683	39.000	3,00%				32,86%			
7-abr-99	21-abr-99	14	67.353	67.353	3,00%				100,00%			
14-abr-99	28-abr-99	14	781.721	67.000	2,50%				8,57%			
21-abr-99	5-may-99	14	612.275	50.000	2,50%				8,17%			
28-abr-99	12-may-99	14	754.825	78.000	2,50%				10,33%	4	6,4% - 11% (9,09-15,61)	650-750
5-may-99	19-may-99	14	655.789	42.000	2,50%				6,40%			
12-may-99	26-may-99	14	708.881	78.000	2,50%				11,00%			
19-may-99	2-jun-99	14	638.583	43.000	2,50%				6,73%			
26-may-99	9-jun-99	14	784.380	96.000	2,50%				12,24%			
2-jun-99	16-jun-99	14	698.358	43.000	2,50%				6,16%	5	4,23% - 12,24% (8,17-23,65)	666-894
9-jun-99	23-jun-99	14	907.145	86.000	2,50%				9,48%			
16-jun-99	30-jun-99	14	922.203	39.000	2,50%				4,23%			
23-jun-99	7-jul-99	14	1.165.521	86.000	2,50%				7,38%			
30-jun-99	14-jul-99	14	1.222.128	57.000	2,50%				4,66%			
7-jul-99	21-jul-99	14	1.282.746	95.000	2,50%				7,41%	6	4,25% - 7,41% (13,5-23,54)	856-915
14-jul-99	28-jul-99	14	1.247.454	53.000	2,50%				4,25%			
21-jul-99	4-ago-99	14	1.479.409	94.000	2,50%				6,35%			
28-jul-99	11-ago-99	14	1.342.169	73.000	2,50%				5,44%			
4-ago-99	18-ago-99	14	1.412.815	76.000	2,50%				5,38%	7	4,75% - 5,44% (18,39-21,07)	846
11-ago-99	25-ago-99	14	1.346.203	68.000	2,50%				5,05%			
18-ago-99	1-sep-99	14	1.538.142	73.000	2,50%				4,75%			
25-ago-99	8-sep-99	14	1.431.145	86.000	2,50%				6,01%			
1-sep-99	15-sep-99	14	1.490.635	66.000	2,50%				4,43%	8	4,43% - 13,93% (7,18-22,59)	n.d.
8-sep-99	22-sep-99	14	1.334.847	82.000	2,50%				6,14%			
15-sep-99	29-sep-99	14	1.051.251	61.000	2,50%				5,80%			
22-sep-99	6-oct-99	14	660.532	92.000	2,50%				13,93%			

Fecha de liquidación	Fecha de vencimiento	Plazo (días)	Importe solicitado	Importe adjudicado	Tipo de interés fijo	Tipo de interés mínimo	Tipo Marginal	T. Medio ponderado	Porcentaje de adjudicación	Período de mantenimiento de reservas	Rango del período	Entidades (rango o media)
29-sep-99	13-oct-99	14	926.416	55.000	2,50%				5,94%	9	3,88% - 6,77% (14,77-25,8)	n.d.
6-oct-99	20-oct-99	14	1.655.341	90.000	2,50%				5,44%			
13-oct-99	28-oct-99	15	1.289.972	50.000	2,50%				3,88%			
20-oct-99	3-nov-99	14	1.107.860	75.000	2,50%				6,77%			
28-oct-99	10-nov-99	13	1.937.221	74.000	2,50%				3,82%	10	2,82% - 18,28% (5,47-35,52)	n.d.
3-nov-99	17-nov-99	14	2.344.082	66.000	2,50%				2,82%			
10-nov-99	24-nov-99	14	404.857	74.000	3,00%				18,28%			
17-nov-99	1-dic-99	14	484.348	69.000	3,00%				14,25%			
24-nov-99	8-dic-99	14	687.973	74.000	3,00%				10,76%	11	6,11% - 19,87% (5,03-16,36)	n.d.
1-dic-99	15-dic-99	14	1.018.950	72.000	3,00%				7,07%			
8-dic-99	22-dic-99	14	1.141.163	92.000	3,00%				8,06%			
15-dic-99	30-dic-99	15	286.824	57.000	3,00%				19,87%			
22-dic-99	12-ene-00	21	1.505.405	92.000	3,00%				6,11%	1	3,83% - 14,41% (6,94-26,13)	n.d.
30-dic-99	19-ene-00	20	485.825	70.000	3,00%				14,41%			
12-ene-00	26-ene-00	14	914.566	35.000	3,00%				3,83%			
19-ene-00	2-feb-00	14	1.145.548	77.000	3,00%				6,72%			
26-ene-00	9-feb-00	14	1.520.993	69.000	3,00%				4,54%	2	2,06% - 6,37% (15,71-48,59)	n.d.
2-feb-00	16-feb-00	14	3.012.630	62.000	3,00%				2,06%			
9-feb-00	23-feb-00	14	1.036.648	66.000	3,25%				6,37%			
16-feb-00	1-mar-00	14	1.022.832	59.000	3,25%				5,77%			
23-feb-00	8-mar-00	14	2.126.309	63.000	3,25%				2,96%	3	2,04% - 3,13% (31,96-49,01)	n.d.
1-mar-00	15-mar-00	14	2.901.133	89.000	3,25%				3,07%			
8-mar-00	22-mar-00	14	1.627.522	47.000	3,25%				2,89%			
15-mar-00	29-mar-00	14	4.165.993	85.000	3,25%				2,04%			
22-mar-00	5-abr-00	14	1.661.995	52.000	3,50%				3,13%	4	1,36% - 2,94% (33,96-73,75)	n.d.
29-mar-00	12-abr-00	14	3.022.435	89.000	3,50%				2,94%			
5-abr-00	19-abr-00	14	2.869.408	48.000	3,50%				1,67%			
12-abr-00	27-abr-00	15	4.290.278	82.000	3,50%				1,91%			
19-abr-00	4-may-00	15	4.277.306	58.000	3,50%				1,36%	5	1% - 1,62% (61,72-99,61)	n.d.
27-abr-00	10-may-00	13	5.492.939	89.000	3,50%				1,62%			
4-may-00	17-may-00	13	4.624.944	64.000	3,75%				1,38%			
10-may-00	24-may-00	14	6.352.776	72.000	3,75%				1,13%			
17-may-00	31-may-00	14	6.574.441	66.000	3,75%				1,00%	6	0,87% - 3,96% (25,24-114,95)	n.d.
24-may-00	7-jun-00	14	7.057.234	78.000	3,75%				1,11%			
31-may-00	15-jun-00	15	7.127.001	62.000	3,75%				0,87%			
7-jun-00	21-jun-00	14	8.491.195	75.000	3,75%				0,88%			
15-jun-00	28-jun-00	13	3.544.808	68.000	4,25%				1,92%	7	33,02% - 51,3% (1,95-3,03)	n.d.
21-jun-00	5-jul-00	14	1.867.673	74.000	4,25%				3,96%			
28-jun-00	12-jul-00	14	201.612	99.000		4,25%	4,29%	4,32%	49,10%			
5-jul-00	19-jul-00	14	171.848	58.000		4,25%	4,29%	4,30%	33,75%			
12-jul-00	26-jul-00	14	192.977	99.000		4,25%	4,29%	4,30%	51,30%	7	33,02% - 51,3% (1,95-3,03)	n.d.
19-jul-00	2-ago-00	14	160.519	53.000		4,25%	4,29%	4,30%	33,02%			

Fecha de liquidación	Fecha de vencimiento	Plazo (días)	Importe solicitado	Importe adjudicado	Tipo de interés fijo	Tipo de interés mínimo	Tipo Marginal	T. Medio ponderado	Porcentaje de adjudicación	Período de mantenimiento de reservas	Rango del período	Entidades (rango o media)
26-jul-00	9-ago-00	14	211.485	118.000		4,25%	4,30%	4,31%	55,80%	8	26,12% - 55,8% (1,79-3,83)	590-786
2-ago-00	16-ago-00	14	172.252	45.000		4,25%	4,31%	4,31%	26,12%			
9-ago-00	23-ago-00	14	199.922	111.000		4,25%	4,30%	4,31%	55,52%			
16-ago-00	30-ago-00	14	173.995	54.000		4,25%	4,35%	4,37%	31,04%			
23-ago-00	6-sep-00	14	218.102	113.000		4,25%	4,47%	4,50%	51,81%	9	39,8% - 61,82% (1,62-2,51)	637-663
30-ago-00	13-sep-00	14	149.939	68.000		4,25%	4,68%	4,71%	45,35%			
6-sep-00	20-sep-00	14	190.506	108.000		4,50%	4,55%	4,57%	56,69%			
13-sep-00	27-sep-00	14	158.302	63.000		4,50%	4,58%	4,59%	39,80%			
20-sep-00	4-oct-00	14	168.230	104.000		4,50%	4,56%	4,58%	61,82%	10	50,91% - 86,43% (1,16-1,96)	517-659
27-sep-00	11-oct-00	14	159.098	81.000		4,50%	4,65%	4,68%	50,91%			
4-oct-00	18-oct-00	14	174.302	99.000		4,50%	4,67%	4,68%	56,80%			
11-oct-00	25-oct-00	14	128.731	76.000		4,75%	4,76%	4,78%	59,04%			
18-oct-00	1-nov-00	14	107.602	93.000		4,75%	4,75%	4,76%	86,43%	11	56,58% - 72,54% (1,38-1,77)	565-614
25-oct-00	8-nov-00	14	159.063	90.000		4,75%	4,80%	4,82%	56,58%			
1-nov-00	15-nov-00	14	150.445	90.000		4,75%	4,84%	4,85%	59,82%			
8-nov-00	22-nov-00	14	147.173	95.000		4,75%	4,83%	4,84%	64,55%			
15-nov-00	29-nov-00	14	130.251	90.000		4,75%	4,78%	4,80%	69,10%	12	62,56% - 98,53% (1,01-1,6)	496-680
22-nov-00	6-dic-00	14	148.887	108.000		4,75%	4,80%	4,82%	72,54%			
29-nov-00	13-dic-00	14	147.060	92.000		4,75%	4,82%	4,83%	62,56%			
6-dic-00	20-dic-00	14	129.916	128.000		4,75%	4,75%	4,79%	98,53%			
13-dic-00	27-dic-00	14	116.112	91.000		4,75%	4,76%	4,78%	78,37%	1	73,38% - 99,12% (1,01-1,36)	457-591
20-dic-00	3-ene-01	14	152.151	121.000		4,75%	4,80%	4,86%	79,53%			
27-dic-00	10-ene-01	14	118.217	102.000		4,75%	4,79%	4,84%	86,28%			
3-ene-01	17-ene-01	14	136.434	101.000		4,75%	4,76%	4,78%	74,03%			
10-ene-01	24-ene-01	14	95.841	95.000		4,75%	4,75%	4,75%	99,12%	2	61,04% - 100% (1-1,64)	n.d.
17-ene-01	31-ene-01	14	137.641	101.000		4,75%	4,75%	4,77%	73,38%			
24-ene-01	7-feb-01	14	118.546	104.000		4,75%	4,75%	4,76%	87,73%			
31-ene-01	14-feb-01	14	137.610	84.000		4,75%	4,76%	4,77%	61,04%			
7-feb-01	21-feb-01	14	104.384	100.000		4,75%	4,75%	4,75%	95,80%	3	24,63% - 75,29% (1,33-4,06)	496-582
14-feb-01	26-feb-01	12	65.307	65.307		4,75%	4,75	4,75	100,00%			
21-feb-01	7-mar-01	14	200.526	155.000		4,75%	4,78	4,83	77,30%			
26-feb-01	14-mar-01	16	109.632	27.000		4,75%	4,78	4,79	24,63%			
7-mar-01	21-mar-01	14	189.927	143.000		4,75	4,76	4,77	75,29%	4	66,74% - 100% (1-1,5)	240-607
14-mar-01	28-mar-01	14	130.260	51.000		4,75	4,77	4,78	39,15%			
21-mar-01	4-abr-01	14	182.057	135.000		4,75	4,77	4,78	74,15%			
28-mar-01	11-abr-01	14	57.526	50.000		4,75	4,75	4,75	86,92%			
4-abr-01	19-abr-01	15	129.101	118.000		4,75	4,75	4,75	91,40%			
11-abr-01	25-abr-01	14	24.949	24.949		4,75	4,75	4,75	100,00%			
19-abr-01	30-abr-01	11	257.706	172.000		4,75	4,86	4,91	66,74%			

Fecha de liquidación	Fecha de vencimiento	Plazo (días)	Importe solicitado	Importe adjudicado	Tipo de interés fijo	Tipo de interés mínimo	Tipo Marginal	T. Medio ponderado	Porcentaje de adjudicación	Período de mantenimiento de reservas	Rango del período	Entidades (rango o media)
25-abr-01	7-may-01	12	83.303	5.000		4,75	4,78	4,8	6,00%	5	6% - 56,97% (1,76-16,66)	329-520
30-abr-01	15-may-01	15	147.324	80.000		4,75	4,77	4,78	54,30%			
7-may-01	23-may-01	16	164.985	79.000		4,75	4,78	4,78	47,88%			
15-may-01	30-may-01	15	160.715	72.000		4,5	4,54	4,56	44,80%			
23-may-01	6-jun-01	14	157.987	90.000		4,5	4,53	4,54	56,97%			
30-may-01	13-jun-01	14	159.877	77.000		4,5	4,55	4,55	48,16%	6	48,16% - 72,95% (1,37- 2,08)	411-492
6-jun-01	20-jun-01	14	120.631	88.000		4,5	4,51	4,53	72,95%			
13-jun-01	27-jun-01	14	135.442	67.000		4,5	4,51	4,52	49,47%			
20-jun-01	4-jul-01	14	148.877	91.000		4,5	4,51	4,52	61,12%			
27-jun-01	11-jul-01	14	155.894	85.000		4,5	4,54	4,55	54,52%	7	51,47% - 77,59% (1,29- 1,94)	391-452
4-jul-01	18-jul-01	14	104.399	81.000		4,5	4,5	4,51	77,59%			
11-jul-01	25-jul-01	14	141.842	73.000		4,5	4,51	4,52	51,47%			
18-jul-01	1-ago-01	14	136.104	79.000		4,5	4,51	4,52	58,04%			
25-jul-01	8-ago-01	14	126.040	94.000		4,5	4,51	4,52	74,58%	8	58,45% - 74,58% (1,34- 1,71)	345-401
1-ago-01	15-ago-01	14	100.746	71.000		4,5	4,5	4,51	70,47%			
8-ago-01	22-ago-01	14	132.809	91.000		4,5	4,5	4,51	68,52%			
15-ago-01	29-ago-01	14	111.157	70.000		4,5	4,5	4,51	62,97%			
22-ago-01	5-sep-01	14	142.012	83.000		4,5	4,5	4,51	58,45%			
29-ago-01	12-sep-01	14	72.907	70.000		4,5	4,5	4,5	96,01%	9	51,39% - 96,01% (1,04- 1,95)	295-341
5-sep-01	19-sep-01	14	132.696	82.000		4,25	4,27	4,28	61,80%			
12-sep-01	26-sep-01	14	118.708	61.000		4,25	4,26	4,27	51,39%			
19-sep-01	3-oct-01	14	110.778	71.000		3,75	3,76	3,77	64,09%			
26-sep-01	10-oct-01	14	111.927	81.000		3,75	3,76	3,77	72,37%	10	57,01% - 100% (1-1,75)	248-372
3-oct-01	17-oct-01	14	76.444	56.000		3,75	3,75	3,76	73,26%			
10-oct-01	24-oct-01	14	60.510	60.510		3,75	3,75	3,75	100,00%			
17-oct-01	31-oct-01	14	143.828	82.000		3,75	3,78	3,79	57,01%			
24-oct-01	7-nov-01	14	73.932	61.000		3,75	3,75	3,76	82,51%	11	26,91% - 100% (1-3,72)	201-401
31-oct-01	14-nov-01	14	99.611	66.000		3,75	3,75	3,76	66,26%			
7-nov-01	21-nov-01	14	38.368	38.368		3,75	3,75	3,75	100,00%			
14-nov-01	28-nov-01	14	174.732	116.000		3,25	3,37	3,4	66,39%			
21-nov-01	5-dic-01	14	63.173	17.000		3,25	3,26	3,27	26,91%			
28-nov-01	12-dic-01	14	95.578	71.000		3,25	3,27	3,29	74,28%	12	40,48% - 74,28% (1,35- 2,47)	292-451
5-dic-01	19-dic-01	14	106.643	68.000		3,25	3,27	3,27	63,76%			
12-dic-01	28-dic-01	16	109.662	66.000		3,25	3,27	3,27	60,18%			
19-dic-01	2-ene-02	14	140.810	57.000		3,25	3,43	3,46	40,48%			

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de www.ecb.int/stats/

Nota : Hasta la operación del día 28 de junio de 2000, las subastas se realizaban a tipo fijo. A partir de dicha operación las subastas se realizan a tipo variable. En el cuadro aparecen los tipos de interés mínimo, fijado por el BCE para determinar la orientación de la política monetaria, marginal o mínimo de adjudicación y medio ponderado resultante de los distintos tipos ofrecidos en las pujas presentadas y adjudicadas.

Nota: La columna "rango del período" expresa los porcentajes de adjudicación mínimo y máximo del período como cociente entre la cantidad adjudicada respecto a la solicitada. Entre paréntesis se indica dicho rango en términos del número de veces que las entidades han solicitado los volúmenes realmente adjudicados.

Anexo 3. Operaciones de Financiación a más largo plazo del Eurosistema

Fecha de liquidación	Fecha de vencimiento	Plazo (días)	Importe solicitado	Importe adjudicado	Entidades participantes	T. Marginal	T. Medio ponderado	Diferencial T. medio ponderado y T. marginal	Porcentaje de adjudicación
14-ene-99	25-feb-99	42	79.846	15.000	466	3,13			18,79%
14-ene-99	25-mar-99	70	39.343	15.000	311	3,1			38,13%
14-ene-99	29-abr-99	105	46.152	15.000	329	3,08			32,50%
25-feb-99	27-may-99	91	77.300	15.000	417	3,04			19,40%
25-mar-99	1-jul-99	98	53.659	15.000	269	2,96	2,97	0,01	27,95%
29-abr-99	29-jul-99	91	66.911	15.000	n.d.	2,53	2,54	0,01	22,42%
27-may-99	26-ago-99	91	72.294	15.000	n.d.	2,53	2,54	0,01	20,75%
1-jul-99	30-sep-99	91	76.284	15.000	n.d.	2,63	2,64	0,01	19,66%
29-jul-99	28-oct-99	91	64.973	15.000	281	2,65	2,66	0,01	23,09%
26-ago-99	25-nov-99	91	52.416	15.000	256	2,65	2,66	0,01	28,62%
30-sep-99	23-dic-99	84	41.443	15.000	198	2,66	2,67	0,01	36,19%
28-oct-99	27-ene-00	91	74.430	25.000	313	3,19	3,42	0,23	33,59%
25-nov-99	2-mar-00	98	74.988	25.000	321	3,18	3,27	0,09	33,34%
23-dic-99	30-mar-00	98	91.088	25.000	301	3,26	3,29	0,03	27,45%
27-ene-00	27-abr-00	91	87.052	20.000	354	3,28	3,3	0,02	22,97%
2-mar-00	1-jun-00	91	72.960	20.000	366	3,6	3,61	0,01	27,41%
30-mar-00	29-jun-00	91	74.929	20.000	325	3,78	3,8	0,02	26,69%
27-abr-00	27-jul-00	91	64.094	20.000	326	4	4,01	0,01	31,20%
1-jun-00	31-ago-00	91	64.317	20.000	301	4,4	4,42	0,02	31,10%
29-jun-00	28-sep-00	91	41.833	20.000	258	4,49	4,52	0,03	47,81%
27-jul-00	26-oct-00	91	40.799	15.000	235	4,59	4,6	0,01	36,77%
31-ago-00	30-nov-00	91	35.417	15.000	240	4,84	4,87	0,03	42,35%
28-sep-00	29-dic-00	92	34.043	15.000	225	4,84	4,86	0,02	44,06%
26-oct-00	25-ene-01	91	43.085	15.000	241	5,06	5,07	0,01	34,81%
30-nov-00	1-mar-01	91	31.999	15.000	226	5,03	5,05	0,02	46,88%
29-dic-00	29-mar-01	90	15.869	15.000	165	4,75	4,81	0,06	94,52%
25-ene-01	25-abr-01	90	31.905	20.000	199	4,66	4,69	0,03	62,69%
1-mar-01	31-may-01	91	45.755	20.000	254	4,69	4,72	0,03	43,71%
29-mar-01	28-jun-01	91	38.169	19.101	234	4,47	4,5	0,03	50,04%
25-abr-01	26-jul-01	92	43.416	20.000	228	4,67	4,7	0,03	46,07%
31-may-01	30-ago-01	91	46.448	20.000	268	4,49	4,51	0,02	43,06%
28-jun-01	27-sep-01	91	44.243	20.000	250	4,36	4,39	0,03	45,20%
26-jul-01	25-oct-01	91	39.369	20.000	224	4,39	4,42	0,03	50,80%
30-ago-001	29-nov-01	91	37.855	20.000	214	4,2	4,23	0,03	52,83%
27-sep-01	21-dic-01	85	28.269	20.000	195	3,55	3,58	0,03	70,75%
25-oct-01	31-ene-02	98	42.308	20.000	200	3,5	3,52	0,02	47,27%
29-nov-01	28-feb-02	91	49.135	20.000	221	3,32	3,34	0,02	40,70%
21-dic-01	28-mar-02	97	38.178	20.000	215	3,29	3,31	0,02	52,39%

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de www.ecb.int/stats

Anexo 7. Cuadro comparativo de la política monetaria del BCE y de la Reserva Federal de los EE.UU.

ASPECTOS RELATIVOS A LA INSTITUCIÓN MONETARIA				
		SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES	SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL DE LOS EE.UU.	
Creación		1999 (1-1-1999)	1913 (23-12-1913)	
Respaldo legal		El SEBC está reconocido por el TUE como la autoridad responsable de la política monetaria	La Ley de la Reserva Federal reconoce a la FED como responsable de la política monetaria	
Organización	Órgano de toma de decisiones	Consejo de Gobierno del BCE	Junta de Gobernadores y FOMC	
	Nº miembros	18 (12 Gobernadores de BCNs y 6 miembros del Comité Ejecutivo)	12 (7 miembros de la Junta de Gobernadores y 5 Presidentes de Reservas Federales)	
	Duración del mandato	Los miembros del Comité Ejecutivo son elegidos por un mandato de ocho años	Los miembros de la Junta de Gobernadores son elegidos por un mandato de catorce años	
	Decisiones	Por mayoría simple	Por mayoría simple. (En la práctica se busca la unanimidad con el Presidente de la FED)	
	Influencia en la toma de decisiones	Los votos en el Consejo de Gobierno son mayoritarios para los representantes de cada Estado miembro frente a los del Comité Ejecutivo, aunque en la práctica se pretende que las decisiones se tomen desde la perspectiva comunitaria.	Los votos de la Junta de Gobernadores son mayoritarios frente a los de los Presidentes de las Reservas Federales	
	Periodicidad de reuniones	Cada dos semanas	Junta de Gobernadores: Dos veces a la semana FOMC: aproximadamente cada seis semanas	
	Órgano ejecutivo	Comité Ejecutivo	Junta de Gobernadores y FOMC	
	Instrumentación de la política monetaria	Descentralizadamente por los Bancos Centrales Nacionales de cada Estado Miembro	Centralizadamente por parte de la Mesa de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Nueva York	
Características	Independencia	Formal	Sí, reconocida explícitamente en el TUE	Sí, reconocida en la Ley de la Reserva Federal de 1913
		Personal	Influencias en la elección de los miembros por parte de los Estados Miembros	Elección por parte del Presidente y confirmación por el Senado de los EE.UU. de los miembros de la Junta de Gobernadores. Cese por el Presidente
		Duración del mandato	Largo (8 años). Favorece la independencia	Largo (14 años). Favorece la independencia
		Fijación de los objetivos de la política monetaria	Objetivo último fijado en el TUE	Objetivos últimos fijados en la Ley de la Reserva Federal y en enmiendas posteriores a ésta
		Elección y diseño de la política monetaria	BCE	FED
		Instrumental	Sí, libertad para decidir y llevar a cabo la instrumentación	Sí, libertad para decidir y llevar a cabo la instrumentación

ASPECTOS RELATIVOS A LA INSTITUCIÓN MONETARIA				
		SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES	SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL DE LOS EE.UU.	
Características	Independencia	Conflicto entre objetivos	No. Objetivo prioritario de alcanzar la estabilidad de precios. Con carácter secundario, apoyar las políticas económicas generales de la UE	Sí. Hay varios objetivos finales que en algún momento pueden resultar incompatibles
		Posibilidad de suspender las decisiones del BC	No	No
		Independencia en la práctica	El BCE está intentando mostrar dicha independencia reaccionando contrariamente a las presiones recibidas por parte de distintos sectores	La FED tiene un nivel medio de independencia garantizado a lo largo de los años
	Credibilidad	Relación entre objetivos deseados y efectivos	Durante los primeros meses de 1999 se alcanzó el objetivo, pero desde mediados de 2000, éste se incumple	Sin que los objetivos estén perfectamente definidos y cuantificados, la política monetaria tradicionalmente se ha aproximado bastante a lo que se podría considerar como deseado
		Valoración según su experiencia histórica	Difícil de valorar ya que su experiencia es todavía muy reciente.	Su experiencia a lo largo de los años ha mostrado una política monetaria muy efectiva, capaz de anticiparse a situaciones futuras (Goza de persistencia e impacto)
		Observada a través de sus decisiones	Escasa según los mercados y gran parte de la opinión pública que indirectamente presionan en numerosas ocasiones al BCE para que tome algunas decisiones	Alta, ajustándose a la situación de la economía. En muchas ocasiones, capaz de anticiparse a la misma
		Reputación	Poco coherente, ya que no justifica adecuadamente todas sus decisiones, equivocando al público respecto al porqué de las mismas	Alta, obtenida a través de una actuación muy positiva a lo largo de los años
		Respuesta ante presiones para alterar los objetivos	EL BCE no se deja influir por dichas presiones, tomando decisiones de forma independiente a las mismas	Apenas recibe presiones, obviándolas en cualquier caso
	Rendición de cuentas	Nº de objetivos a evaluar	Uno: la estabilidad de precios	Dos: estabilidad de precios y pleno empleo
		Objetivos del BC recogidos en la Ley que lo constituye	Sí	Sí
		Precisión en su definición	Definición amplia, dada por el BCE	Ninguna
		Relación entre el BC y el Parlamento	El Parlamento Europeo no puede alterar la Ley referida al BCE por mayoría simple	Puede alterar la Ley del BC por mayoría simple
		Sujeción del BC al control político	El BCE no está obligado a informar a los órganos comunitarios, pero los informa voluntariamente para reforzar ese control	El Presidente de la Reserva Federal comparece ante el Congreso semestralmente

ASPECTOS RELATIVOS A LA INSTITUCIÓN MONETARIA				
			SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES	SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL DE LOS EE.UU.
Características	Rendición de cuentas	Existencia de mecanismos de interferencia del poder político en la actividad del BC	No	No puede dar instrucciones al BC, ni revisar el mecanismo predominante diseñado y aplicado por el BC
		Posibilidad de destitución del gobernador por su actuación anterior	No	No
	Transparencia	Explicación y justificación por escrito de la política del BC y sus acciones	Sí, a través de Boletines Mensuales y notas de prensa	Sí, a través de diferentes boletines y notas de prensa
		Publicación de informes adicionales y específicos sobre la consecución de los objetivos	No	Sí, informes específicos sobre política monetaria
		Publicación de actas de las reuniones	No	Sí, con un retraso de seis semanas
		Publicación de los votos de cada miembro en la toma de decisiones	No	Sí
		Publicación de predicciones propias para sus variables objetivo	Sí, pero sólo desde diciembre de 2000 y en gran medida por las presiones recibidas para ello	Sí
		Comunicación de dichas decisiones públicamente	Sí, de forma voluntaria el BCE comparece ante los órganos comunitarios para explicar y justificar sus decisiones de política monetaria	Sí
		Comunicación al público en general	Sí, de forma directa a través de conferencias del Presidente y el Vicepresidente tras las reuniones del Consejo de Gobierno. En general, a través de conferencias y participaciones en seminarios organizados por numerosas entidades y en todos los Estados miembros	Sí, a través de conferencias del Presidente de la Reserva Federal. El resto de miembros de la Junta de Gobernadores por lo general no tienen la costumbre de dar conferencias, para evitar transmitir opiniones personales.

ASPECTOS RELATIVOS AL OBJETIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA		
	SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES	SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL DE LOS EE.UU.
Objetivo de la política monetaria	Estabilidad de precios	Mandato dual: estabilidad de precios y pleno empleo en aras a conseguir un crecimiento sostenible
Reconocido legalmente	Sí, está contenido expresamente en el TUE	Sí, en la Ley de la Reserva Federal
Objetivo Prioritario de la estabilidad de precios	Sí	No; la jerarquización de los objetivos se deja a la discrecionalidad del BC
Objetivos adicionales	Apoyar las políticas económicas generales de la UE	
Posibilidad de revisión de los objetivos	No	No
Definición del objetivo/s	BCE	Reserva Federal
Índice utilizado	Índice de precios al consumo armonizado	No están señalados como tales , pero en general se utiliza un Índice de precios al consumo y un índice de desempleo
Definición clara y precisa	No. Definición amplia al considerar la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC inferior a un determinado valor	No
Cuantificación del objetivo	Sí, al considerar el valor del 2% como el límite por encima del cual cualquier incremento del IAPC perjudica la estabilidad de precios. Igualmente se considera que el límite inferior es 0 ya que en ningún momento se habla de reducciones del IAPC	No oficialmente. Implícitamente se considera que hay estabilidad de precios con un nivel de inflación inferior al 2% y pleno empleo con un nivel de paro del 5,5%
Horizonte temporal	Consecución del objetivo a medio plazo	Objetivos a corto, medio y largo plazo
Anuncio público del objetivo	Sí, con el fin de favorecer la rendición de cuentas del BCE	No, simplemente se conocen cuáles son
Conflicto entre objetivos	No	Sí, principalmente a corto plazo, entre alcanzar un mayor crecimiento y pleno empleo y al mismo tiempo asegurar la estabilidad de precios

ASPECTOS RELATIVOS A LA ESTRATEGIA DE LA POLÍTICA MONETARIA		
	SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES	SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL DE LOS EE.UU.
¿Existe una estrategia claramente definida como tal?	Sí	No
Definición clara y precisa	No, a pesar de los intentos del BCE por hacerla comprensible	No
Estructura de la estrategia	Estrategia mixta que conjuga aspectos de la estrategia monetaria y de la estrategia directa hacia el objetivo de inflación. Se apoya en dos pilares, uno consistente en la definición de un valor de referencia para la evolución del agregado monetario M3 y otro basado en la observación de un amplio conjunto de indicadores	Sin estar definida como tal sí se pueden identificar algunos elementos de la misma, considerándola como una estrategia de fijación de tipo de interés flexible, decidiendo el nivel deseado de éstos a partir de la información proporcionada por un amplio conjunto de indicadores
Papel de la estabilidad de precios	La estabilidad de precios es el objetivo último perseguido por la política monetaria del BCE, siendo la estrategia diseñada de tal forma que se pueda conseguir	Es junto al objetivo de pleno empleo uno de los objetivos últimos de la política monetaria
Papel de los agregados monetarios	El agregado M3 ocupan un papel relevante al definirse un valor de referencia para la evolución del mismo, siendo las desviaciones indicativas de riesgos para la estabilidad de precios	Actualmente, los agregados ocupan un papel secundario, al ser considerados como indicadores junto a un numeroso grupo de variables
Variables adicionales utilizadas	Conjunto muy amplio de indicadores que ofrecen información de la situación económica, monetaria y financiera. Énfasis en la utilización de predicciones de inflación	Variables indicativas de la situación económica, monetaria y financiera del país
Comprensión por parte del público de la estrategia	Escasa, ya que a pesar de los esfuerzos por parte del BCE para explicarla, muchos aspectos son demasiado ambiguos.	Ninguna, ya que tampoco se pretende que se comprenda
Información utilizada	Muy amplia, lo que en ocasiones provoca confusión en su interpretación	Amplia y estructurada
Toma de decisiones de política monetaria	En las reuniones del Consejo de Gobierno, se decide sobre si aumentar, reducir o mantener los tipos de interés, transmitiendo dicha decisión a los BCNs para su ejecución	En las reuniones del FOMC, tras un amplio debate sobre la situación existente con un amplio volumen de información, se da una directriz respecto a la variación que se desea sobre el tipo de interés que se transmite a la Reserva Federal de Nueva York, encargada de su ejecución a través de la Oficina de Negociación de las operaciones de mercado abierto
¿Existe una regla de política monetaria?	No oficial y explícitamente definida.	Parece que se utiliza algún tipo de regla de Taylor, pero no está definida ni reconocida explícitamente
Variable operativa básica	Actuación directa sobre los tipos de interés, en concreto el tipo de interés de las operaciones principales de financiación	Actuación directa sobre los tipos de interés de los fondos federales
Grado de discrecionalidad en la toma de decisiones	Muy amplio	Muy amplio, ya que se requiere una gran flexibilidad para poder hacer compatibles los distintos objetivos

ASPECTOS RELATIVOS A LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA		
	SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES	SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL DE LOS EE.UU.
Diseño de la instrumentación	BCE	FED
Ejecución	Por parte de los BCNs	Tanto por la Reserva Federal de Nueva York que realiza las operaciones de mercado abierto, como por las Reservas Federales de cada distrito que utilizan la ventanilla de descuento con las entidades de su distrito
Entidades de contrapartida utilizadas	Muy numerosas ya que incluye a las entidades obligadas al coeficiente de caja y que cumplan los criterios generales de elegibilidad. En determinadas operaciones, la cuantía está restringida al establecerse el cumplimiento de requisitos adicionales	En las operaciones de mercado abierto actúan como contrapartida los “ <i>Dealers</i> primarios”, que deben ser organizaciones bancarias comerciales o negociadores de valores registrados de buena reputación para sus reguladores, con unos requisitos de capital mínimo. Son un número reducido, aproximadamente 30. Para el resto de operaciones el número sigue siendo reducido, no llegando a las 100
Activos de garantía utilizados	Se agrupan en dos listas, lista 1, en la que los activos cumplen unos criterios de elegibilidad aplicables a todos los Estados miembros, y lista 2, en la que dichos criterios son establecidos por cada BCN. Se utilizan los mismos activos de garantía para todas las operaciones de política monetaria	En las operaciones de mercado abierto, se utiliza un grupo muy reducido de activos de garantía pero muy numeroso en cuantía. Principalmente son obligaciones directas del Tesoro y títulos que son obligaciones directas o tienen garantizado su principal e intereses por agencias del Gobierno. En la ventanilla de descuento el tipo de activos de garantía se amplía considerablemente, formando una lista común utilizada por todas las Reservas Federales
Sistema de liquidación de operaciones utilizado	TARGET	FEDWIRE
Horario de funcionamiento del sistema	9.00 am - 6.00 pm	8.00 am- 6.30 pm

ASPECTOS RELATIVOS A LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA							
		SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES		SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL DE LOS EE.UU.			
Instrumentos de política monetaria	Operaciones de mercado abierto	Objetivos generales	Controlar los tipos de interés Gestionar la situación de liquidez del mercado Proporcionar la orientación de la política monetaria		Influir en los tipos de interés a través de la fijación del objetivo de tipo de interés de los fondos federales Gestión de la liquidez en el mercado		
		Operaciones de inyección de liquidez	Operaciones principales de financiación (OPF)	Operaciones temporales		Operaciones permanentes de compra de activos	Operaciones en firme
			Operaciones financiación a más largo plazo (OFLP)	Operaciones temporales			
			Operaciones de ajuste	Operaciones temporales			
				Operaciones en firme		Operaciones con pacto de recompra (operaciones temporales)	Operaciones con pacto de recompra
				Swaps de divisas			
			Operaciones estructurales	Operaciones temporales			
		Operaciones en firme					
		Operaciones de absorción de liquidez	Operaciones de ajuste	Operaciones temporales		Operaciones permanentes de venta de activos	Operaciones en firme
				Operaciones en firme			
				Swaps de divisas			
			Operaciones estructurales	Depósitos a plazo fijo		Operaciones simultáneas de compraventa	Venta y recompra
Operaciones en firme							
Operaciones estructurales		Certificados de deuda					
Operación principal al proporcionar el mayor volumen de liquidez	Operaciones Principales de Financiación y de financiación a más largo plazo			Operaciones con pacto de recompra			
Frecuencia de las operaciones	OPF	Semanalmente		En general, todas las operaciones se realizan con frecuencia diaria			
	OFLP	Mensualmente					
	Resto operaciones	No regular					

ASPECTOS RELATIVOS A LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA								
		SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES		SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL DE LOS EE.UU.				
Instrumentos de política monetaria	Operaciones de mercado abierto	Vencimiento	OPF	Dos semanas	Operaciones permanentes de compra de activos	Hasta el vencimiento del título		
			OFLP	Tres meses	Operaciones con pacto de recompra	Generalmente una semana		
			Certificados de deuda para absorber liquidez	Inferior a 12 meses	Operaciones permanentes de venta de activos	-		
			Resto operaciones	No estandarizado	Operaciones simultáneas de compraventa	Ilimitado		
		Activos de garantía	Operaciones temporales	Lista 1 y lista 2	Obligaciones directas del Tesoro y títulos que son obligaciones directas o tienen garantizado su principal e intereses por agencias del Gobierno			
			Operaciones de ajuste y estructurales mediante operaciones en firme	Lista 1				
			Excepciones: operaciones de ajuste temporales, mediante swaps de divisas o depósitos a plazo fijo	Sólo las entidades que cumpliendo los criterios generales sean seleccionadas por el SEBC				
		Ejecución	OPF	Subasta estándar		Mediante subasta estándar		
			OFLP	Subasta estándar				
			O. ajuste	O. temporales de inyección	Subasta rápida			
				O. temporales de absorción	Procedimientos bilaterales			
				O. en firme	Procedimientos bilaterales			
				Swaps de divisas y captación de depósitos	Subastas rápidas o procedimientos bilaterales			
			O. estructurales	O. temporales y certificados de deuda	Subasta estándar			
O. en firme	Procedimientos bilaterales							

ASPECTOS RELATIVOS A LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA					
		SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES		SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL DE LOS EE.UU.	
Instrumentos de política monetaria	Operaciones de mercado abierto	Entidades de contrapartida	Norma general	Todas las que cumplen los criterios generales de elegibilidad	<i>Dealers</i> primarios
		Objetivo de tipo de interés	El BCE no define el tipo de interés como un objetivo sino simplemente como una orientación de la política monetaria		Tipo de interés de los fondos federales
		Determinación del tipo de interés	El Consejo de Gobierno del BCE fija el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, que se utiliza como tipo mínimo en la subasta		El FOMC decide el tipo de interés que considera objetivo y a partir de ahí se llevan a cabo las operaciones de mercado abierto
		Anuncio y del tipo de interés	Tras la reunión del Consejo de Gobierno del BCE a través de notas de prensa		Tras la reunión del FOMC mediante notas de prensa
		Claridad en la señal u orientación de la política monetaria	Sí		Sí
		Aplicación	Generalmente la aplicación se realiza en la primera operación principal de financiación que tenga lugar tras la reunión		Inmediata tras el anuncio
		Actuación del Sistema para llevar a cabo las operaciones de mercado abierto	Para llevar a cabo las operaciones regulares de financiación del sistema (OPF y OFLP), que son las establecidas según un calendario, diariamente se reúne el Comité de Liquez del BCE que discute las circunstancias del mercado monetario y la situación de liquidez. Los martes participan también dos miembros del Comité Ejecutivo del BCE y conjuntamente deciden la cuantía que se va a inyectar en la operación principal de esa semana		Diariamente la Mesa de Negociación de la FED de Nueva York considera la situación prevista de necesidades de liquidez en el mercado interbancario, y a partir de ahí decide tanto las operaciones a llevar a cabo, como el instrumento utilizado y la maduración del mismo. Una vez decidido transmite su decisión a las entidades de contrapartida
		Relevancia de la información utilizada	Se considera más importante el comportamiento y los pronósticos de liquidez para una semana		Se considera más importante el comportamiento y los pronósticos de liquidez diarios
	Facilidades permanentes	De inyección de liquidez	Facilidad marginal de crédito		Ventanilla de descuento
		De absorción de liquidez	Facilidad marginal de depósito		No existe
		Entidades que pueden acceder a las facilidades	Entidades obligadas al coeficiente de caja y que cumplan los criterios generales de elegibilidad		Entidades obligadas al cumplimiento del coeficiente de reservas
		Iniciativa para su utilización	A iniciativa propia por parte de las entidades En el caso de la facilidad de crédito, también de forma automática cuando una entidad tenga una posición deudora al final del día		A discreción de la FED por causas suficientemente justificadas y después de haber buscado vías alternativas de financiación
		Fijación de los tipos de interés	En las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE, evolucionando en el mismo sentido que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación		Por parte de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, a petición de los distintos distritos

ASPECTOS RELATIVOS A LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA				
		SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES	SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL DE LOS EE.UU.	
Instrumentos de política monetaria	Facilidades permanentes	Tipo de interés básico	Tipo de interés de la facilidad marginal de crédito, superior a los tipos de mercado	Tipo de interés de descuento, inferior a los tipos de mercado
			Tipo de interés de la facilidad marginal de depósito, inferior a los tipos de mercado	
		Función	Inyectar y drenar liquidez a un día directamente por un déficit o exceso de la misma por parte de las entidades, a tipos superiores e inferiores respectivamente a los de mercado	Conceder préstamos a las entidades financieras a tipos inferiores a los del mercado
		Finalidad	Controlar la evolución de los tipos de interés del mercado Señalar la orientación general de la política monetaria	Contribuir al control del mercado de reservas de liquidez a un día Facilitar el ajuste de los balances de las entidades
		Instrumento utilizado	Operaciones temporales mediante cesiones temporales o préstamos a un día contra activos de garantía	Préstamos directo garantizado o mediante el descuento de un título que cumpla determinados requisitos
			Depósitos a 1 día	
		Vencimiento	1 día	1 día
		Activos de garantía utilizados	Tanto de la lista 1 como de la lista 2	Mayor en número y tipo de activos frente a los utilizados en las operaciones de mercado abierto, es decir, además de los títulos del Tesoro o títulos garantizados por éste, también se admiten entre otros las obligaciones de agencias patrocinadas por el Gobierno, obligaciones hipotecarias, obligaciones de entidades locales y bonos corporativos. Forman una lista común utilizable por todas las Reservas Federales
			En la facilidad de depósito el BCE no ofrece ningún activo para garantizar la operación	
		Cuantía máxima	No existe límite siempre que se ofrezcan garantías suficientes	A discreción de la FED que decide hasta que cuantía en cada momento
	Facilidades adicionales	No	Sí, ante circunstancias excepcionales la FED proporciona facilidades estacionales a entidades pequeñas y facilidades ampliadas a entidades con necesidad de liquidez a largo plazo	
	Operativa	Por parte de cada BCN con las instituciones situadas en su país, utilizando procedimientos uniformes dictados por el BCE	Por cada Reserva Federal con las entidades situadas en su distrito, siguiendo procedimientos homogéneos establecidos por la Junta de Gobernadores	
	C. reservas mínimas de liquidez	Función	Estabilizar las fluctuaciones de los tipos de interés del mercado monetario, así como las condiciones de liquidez	Estabilizar las fluctuaciones de los tipos de interés del mercado monetario, así como las condiciones de liquidez
		Base sobre la cual se aplica el coeficiente	Depósitos, valores de renta fija e instrumentos del mercado monetario emitidos	Depósitos a la vista y a plazo
Cálculo de la base de reservas		A partir del balance de las entidades al final del mes anterior al comienzo del período de mantenimiento	A partir del saldo medio de depósitos en el período de dos semanas anterior a los 30 días del comienzo del período de cálculo	

ASPECTOS RELATIVOS A LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA				
		SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES	SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL DE LOS EE.UU.	
Instrumentos de política monetaria	Coeficiente de reservas mínimas de liquidez	Instituciones obligadas	Todas las entidades de crédito del área	Instituciones de depósito
		Límite máximo del coeficiente	10% de los pasivos computables según el Reglamento del Consejo de la UE	10% aplicado a la mayoría de los depósitos
		Coeficiente realmente aplicable	El 2% sobre los depósitos a la vista, los depósitos a plazo con vencimiento igual o menor a 2 años, depósitos disponibles con preaviso igual o inferior a dos años, valores de renta fija con vencimiento igual o inferior a dos años e instrumentos del mercado monetario.	Entre el 3% y el 10% sobre los depósitos a la vista. La Junta de Gobernadores determina anualmente el volumen de depósitos a los que se les aplica el 3%. Al resto se les aplica el 10%
		Coeficiente del 0%	Depósitos a plazo con vencimiento mayor a 2 años, depósitos disponibles con preaviso mayor a 2 años, cesiones temporales y valores de renta fija emitidos con vencimiento mayor a 2 años	Depósitos a plazo no pertenecientes a particulares y pasivos en eurodivisas
		Período de mantenimiento	Mensual (desde el 24 de un mes hasta el 23 del mes siguiente)	2 semanas comenzando los jueves
		Remuneración	Sí, al tipo de interés medio resultante del cálculo en el período de mantenimiento del tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación. El exceso de reservas sobre el mínimo no se remunera	No se remuneran
		Penalización	En caso de incumplimiento, se penaliza con el pago de hasta 5 puntos porcentuales por encima del tipo de interés de la facilidad marginal de crédito o el pago de hasta el doble de dicho tipo de interés en cualquier caso sobre el déficit de reservas. También se puede obligar a constituir un depósito de hasta tres veces la cuantía que motiva el incumplimiento	En caso de incumplimiento, se penaliza con un 2% adicional sobre la tasa de descuento aplicable al déficit de reservas. De forma adicional, se traslada la obligación de subsanar dicho déficit al período siguiente.
		Penalización por tener un descubierto al final del día	Automáticamente se considera un recurso a la facilidad marginal de crédito	Se impone una penalización de 4 puntos porcentuales sobre el tipo medio de los fondos federales durante el día
		Posibilidad de utilizar reservas de periodos distintos al de mantenimiento actual	No	Un déficit de reservas superior al 4% en cada período de mantenimiento puede ser compensado con saldos excedentarios mantenidos en el siguiente período; del mismo modo, saldos que excedan un 4% del coeficiente obligatorio pueden ser utilizados para el cumplimiento del período siguiente.
		Activos utilizados para el mantenimiento de las reservas	En cuentas de reservas en los BCNs de los Estados miembros en los que estén establecidas las entidades	En cuentas de depósito en la Reserva Federal o bien en forma de efectivo en sus cajas

Fuente: Elaboración propia a partir de BORIO, C. (2000): "Monetary policy operating procedures in the United States, Japan and EMU: A comparative assessment" y BLENCK, D. (2000): "Main features of the monetary policy framework of the Bank of Japan, the Federal Reserve System and the Eurosystem". ECB Conference on "The operational framework of the Eurosystem and Financial markets", Francfort.

Anexo 4. Metodología del análisis *shift-share*

El análisis *shift-share* es una de las técnicas más utilizadas en el análisis regional, de forma particular en los estudios sectoriales, que permite descomponer en tres componentes la evolución de una variable económica observada para analizar una realidad económica susceptible de dividirse en varias unidades regionales. En nuestro caso, dicha variable son los precios y las distintas unidades regionales que nosotros hemos identificado son la UEM, sus Estados miembros y de forma comparativa en el ámbito internacional los EE.UU.

El principal interés de este análisis reside en que, a partir de las variaciones o desplazamientos que puedan haberse producido en los precios en las distintas unidades regionales, se plantean qué tipo de variaciones o desplazamientos podrían haber tenido lugar en el caso de que el comportamiento de dicha variable se hubiese ajustado a los de su área de referencia (UEM o EE.UU)¹.

Los tres componentes o efectos que se observan a través de este análisis son el efecto crecimiento nacional que nosotros hemos denominado *efecto crecimiento exterior* (ECE), el *efecto proporcional* o estructural (EP) y el *efecto diferencial* (ED), siendo la suma de estos dos últimos lo que se conoce como efecto neto total (EP + ED).

Esta técnica, de forma básica, parte de la siguiente igualdad²:

$$C_{ij} = n_{ij} + p_{ij} + d_{ij} \quad (1)$$

donde C_{ij} recoge el cambio o variación que experimentan los precios en cada uno de los grupos de consumo i en los Estados miembros o en la UEM, durante un período de tiempo determinado, n_{ij} es la componente de carácter europeo para estos sectores productivos y regiones (en nuestro caso componente exterior), p_{ij} es el denominado cambio estructural o proporcional y d_{ij} es el componente diferencial.

El componente proporcional de dicha variación refleja el hecho de que los precios de unos

¹ Vid. CUADRADO ROURA, J.R. y del RÍO GÓMEZ, C. (1993): “*Los servicios en España*”; Editorial Pirámide; pp. 168-171.

² Vid. MARTÍN GUZMÁN, P y MARTÍN PLIEGO, F.J. (1989): “*Curso Básico de Estadística Económica*”. Editorial AC, 3ª edición; pp. 366-368.

sectores productivos crecen más que otros, de forma que los Estados miembros cuya estructura productiva esté caracterizada por sectores más inflacionistas mostrará efectos de crecimiento estructural positivo y aquéllas caracterizadas por sectores menos inflacionistas presentarán efectos de crecimiento estructural negativo. El componente diferencial, por su parte, es reflejo del diferente nivel de competitividad con que, en cada Estado, se desarrollan los distintos sectores productivos. Los efectos diferenciales son positivos si en una región no aparecen rivalidades competitivas que impidan el crecimiento de los precios en algunos sectores frente a otros en relación al comportamiento medio observado a nivel global, de forma que son las desventajas específicas de dicho Estado, las que hacen que aparezca este efecto; por el contrario, si dichas desventajas no existen o suponen incluso ventajas respecto a la media de la UEM, el efecto diferencial será negativo.

Los distintos efectos analizados se obtienen a partir de (1) considerando que r representa las tasas de variación de los precios en el período, bien a nivel global para todo el conjunto de sectores, o bien la relativa al sector i -ésimo r_i , o bien la relativa al sector i -ésimo en el Estado miembro j r_{ij} . Igualmente, consideraremos que V_{ij} representa la variable precios del sector i en la región j al inicio el período.

$$n_{ij} = V_{ij} \cdot r \qquad p_{ij} = V_{ij} (r_i - r) \qquad d_{ij} = V_{ij} (r_{ij} - r_i)$$

$$\text{de forma que} \quad C_{ij} = V_{ij} \cdot r + V_{ij} (r_i - r) + V_{ij} (r_{ij} - r_i) \qquad (2)$$

$$\text{ecuación que al simplificarla se convierte en} \quad C_{ij} = V_{ij} \cdot r_{ij} \qquad (3)$$

n_{ij} representa la variación que experimentarían la variable precios en el sector i y en el Estado miembro j si creciese al ritmo de la tasa de crecimiento de toda la zona de referencia. En nuestro caso, representa la variación que experimentarían los precios de cada sector en España si creciesen al ritmo del índice general en la UEM (primer ejercicio) o de cada sector en la UEM al ritmo del índice general en los EE.UU. (segundo ejercicio). La diferencia entre esta variación y C_{ij} que es la variación real observada en dicho sector y en dicho área es lo que se denomina variación o efecto neto, que será positivo si los precios en la región han crecido más que la media global o negativa en caso contrario.

El efecto neto es igual a la suma de los dos componentes restantes, el efecto proporcional y el efecto diferencial. Respecto al efecto estructural o proporcional, si el sector crece a una tasa superior a la correspondiente a la media global del conjunto de sectores, es decir si $r_i > r$, se produce un efecto positivo en dicho área por disponer de dicho sector. Si $r_i < r$, el efecto tendrá

signo negativo, mostrando más lenta evolución de los precios de dicho sector. El efecto diferencial es positivo si $r_{ij} > r_i$, de forma que los precios del sector crecen más rápidamente en esa región que en el conjunto del área. Será negativo en caso contrario.

Por agregación de los distintos sectores de una economía, se llega a:

$$\sum_i C_{ij} = \sum_i V_{ij} \cdot r + \sum_i V_{ij} \cdot (r_i - r) + \sum_i V_{ij} \cdot (r_{ij} - r_i) \quad (4)$$

Siendo t y t' dos períodos de tiempo consecutivos de observación, tenemos que

$$\sum_j C_{ij} = V_j^{t'} - V_j^t$$

Si dividimos ahora los dos miembros de (4) por V_j , es decir por la variación experimentada por los precios en el área analizada (Estado miembro o UEM frente a UEM o EE.UU.) en el momento t , obtenemos:

$$\frac{\sum_i C_{ij}}{V_j} = \sum_i \frac{V_{ij}}{V_j} \cdot r + \sum_i \frac{V_{ij}}{V_j} \cdot (r_i - r) + \sum_i \frac{V_{ij}}{V_j} \cdot (r_{ij} - r_i) \quad (5)$$

de forma que el primer miembro de la ecuación será la tasa de variación en el período ($t - t'$) de los precios en el área j , que se puede representar como r_j .

Teniendo en cuenta que:

$S_{ij} = \frac{V_{ij}}{V_j}$ es la participación porcentual del sector i -ésimo en la estructura productiva del área j ,

llegamos a

$$r_j = \sum_i S_{ij} \cdot r + \sum_i S_{ij} \cdot (r_i - r) + \sum_i S_{ij} \cdot (r_{ij} - r_i) \quad (6)$$

y como $r = \sum_i S_i \cdot r_i$ en donde $S_i = \frac{V_i}{V}$ es la parte alícuota de los precios del sector i respecto a los precios del país, tal que el sumatorio para todos los sectores sea igual a 1, tenemos que restando a los dos miembros de la identidad la cantidad r , queda:

$$r_j - r = \sum_i S_{ij} \cdot r + \sum_i S_{ij} \cdot (r_i - r) + \sum_i S_{ij} \cdot (r_{ij} - r_i) - \sum_i S_i \cdot r_i \quad \text{es decir,}$$

$$r_j - r = \sum_i S_{ij} \cdot r + \sum_i S_{ij} \cdot r_i - \sum_i S_{ij} \cdot r + \sum_i S_{ij} \cdot (r_{ij} - r_i) - \sum_i S_i \cdot r_i \quad ,$$

que se transforma en

$$r_j - r = \sum_i (S_{ij} - S_i) \cdot r_i + \sum_i S_{ij} (r_{ij} - r_i) \quad , \text{ en donde:}$$

$r_j - r = \text{CN}$ es el cambio neto o diferencia de la variación de los precios entre el Estado miembro y la UEM (primer ejercicio) o la UEM y los EE.UU. (segundo ejercicio),

$\sum_i (S_{ij} - S_i) \cdot r_i = \text{CE}$ es el cambio estructural que recoge el efecto de la específica composición de la estructura productiva del área j, dada en términos de la diferencia existente entre las participaciones nacionales de cada sector S_{ij} , y sus correspondientes para el conjunto de la economía S_i , siendo utilizadas las tasas sectoriales a nivel nacional r_i como ponderaciones.

$\sum_i S_{ij} (r_{ij} - r_i) = \text{CD}$ es el cambio diferencial, componente dinámico que recoge la diferente evolución del sector i-ésimo en el área respecto a la variación habida a nivel de la UEM o de la UEM respecto al nivel de los EE.UU.

A pesar de que el análisis shift-share en nuestro caso nos permite contrastar la hipótesis de si existen sectores en las economías de los Estados miembros que dificultan o limitan la consecución del objetivo de la estabilidad de precios para el área en su conjunto, éste no ha estado ajeno a críticas y revisiones continuas. Las principales son las siguientes:

La primera de las críticas se refiere a la no consideración de los cambios estructurales que se producen en las diferentes estructuras productivas de las economías, ya que se considera ésta en el momento inicial. En segundo lugar, los resultados obtenidos se alteran ante distintos grados de desagregación sectorial o regional, siendo difícil determinar el grado correcto de la misma para alcanzar los objetivos perseguidos. En tercer lugar, se señala que en ocasiones los efectos proporcional y diferencial no están determinados claramente, como ocurre con los efectos arrastre en algunos sectores que se recogen en el efecto diferencial cuando realmente corresponden más al efecto proporcional.