

ECONOMÍA DE NUESTRO TIEMPO (XV)

# La política monetaria de la Unión Europea

**E**s difícil exagerar la trascendencia de la creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en Europa. Al menos por dos razones: por su radical novedad, ya que no existe un ejemplo comparable al hecho de que once naciones soberanas, ya doce, pasen a compartir una política monetaria única mediante un complejo proceso de ingeniería política, institucional y financiera. Y por su enorme alcance en la dinámica de la integración europea, pues supone el primer paso de transferencia de un elemento estrechamente vinculado a la soberanía nacional en materia de política económica a un órgano de carácter supranacional independiente, en el que no están representados los intereses nacionales como tales.

Se trata de un cambio prácticamente irreversible que además lleva en sí mismo el germen de una mayor integración política, pues es difícil preservar a largo plazo el buen funcionamiento de la política monetaria única si no se avanza significativamente en la mejora de la cohesión política, y ello requiere importantes re-



**José Luis Malo de Molina** es Director General del Banco de España, en cuyo Servicio de Estudios ha desarrollado la mayor parte de su carrera profesional. Tiene numerosas publicaciones sobre temas de economía española, especialmente en las áreas de mercado de trabajo y política monetaria. Su actividad ha estado muy vinculada al lanzamiento y puesta en marcha de la política monetaria única.

---

\* BAJO la rúbrica de «Ensayo», el Boletín Informativo de la Fundación Juan March publica cada mes la colaboración original y exclusiva de un especialista sobre un aspecto de un tema general. Anteriormente fueron objeto de estos ensayos temas relativos a Ciencia, →

formas institucionales, sobre todo a medida que vayan materializándose los ambiciosos planes de ampliación de la Unión Europea (UE). La marcha atrás en la integración monetaria sólo es concebible en un escenario de colapso de la propia UE.

La transición al euro ha transcurrido de manera sorprendentemente suave. Los criterios de convergencia se alcanzaron con más generalidad y rapidez de las esperadas. Los temidos ataques especulativos que podían haber puesto a prueba la solidez del proyecto en los momentos más delicados de su recta final no se produjeron. Y la conversión al euro de los mercados financieros, la conexión de los sistemas de pagos nacionales mediante el sistema TARGET y la unificación de los mercados monetarios se realizaron ajustándose al detalle de una programación minuciosa y acertada. Queda pendiente la sustitución de los billetes y de las monedas con denominaciones monetarias preexistentes por los nuevos billetes y monedas en euros, que está prevista para los primeros meses de 2002. Es un paso con menores riesgos macroeconómicos o financieros, pero de una gran complejidad logística y de

→

Lenguaje, Arte, Historia, Prensa, Biología, Psicología, Energía, Europa, Literatura, Cultura en las Autonomías, Ciencia moderna: pioneros españoles, Teatro español contemporáneo, La música en España, hoy, La lengua española, hoy, Cambios políticos y sociales en Europa, y La filosofía, hoy. 'Economía de nuestro tiempo' es el tema de la serie que se ofrece actualmente. En números anteriores se han publicado ensayos sobre *Empleo y paro: problemas y perspectivas*, por José Antonio Martínez Serrano, catedrático de Economía Aplicada en la Universidad de Valencia (diciembre 1999); *Crecimiento económico y economía internacional*, por Cándido Muñoz Ciudad, catedrático de Economía de la Universidad Complutense de Madrid (enero 2000); *Liberalización y defensa del mercado*, por Miguel Ángel Fernández Ordóñez, ex presidente del Tribunal de Defensa de la Competencia (febrero 2000); *Economía de la población y del capital humano*, por Manuel Martín Rodríguez, catedrático de Economía Aplicada en la Universidad de Granada (marzo 2000); *El subdesarrollo económico: rostros cambiantes*, por Enrique Viana Remis, catedrático de Economía Aplicada de la Universidad de Castilla-La Mancha (abril 2000); *Economía, recursos naturales y medio ambiente*, por Juan A. Vázquez García, catedrático de Economía Aplicada de la Universidad de Oviedo (mayo 2000); *La economía internacional, entre la globalización y el regionalismo*, por José María Serrano Sanz, catedrático de Economía Aplicada de la Universidad de Zaragoza (junio-julio 2000); *Finanzas internacionales y crisis financieras*, por Emilio Ontiveros Baeza, catedrático de Economía de Empresa en la Universidad Autónoma de Madrid (agosto-septiembre 2000); *Keynes, hoy*, por Antonio Torrero Mañas, catedrático de Estructura Económica en la Universidad de Alcalá de Henares (octubre 2000); *Política tributaria y fiscal en la Unión Europea*, por José Manuel González-Páramo, catedrático de Hacienda Pública en la Universidad Complutense de Madrid (noviembre 2000); *Economía y organizaciones*, por Vicente Salas Fumás, catedrático de Organización de Empresas en la Universidad de Zaragoza (diciembre 2000); *El sector público en las economías de mercado*, por Julio Segura, catedrático de Fundamentos del Análisis Económico de la Universidad Complutense de Madrid (enero 2001); *El horizonte económico iberoamericano*, por Juan Velarde Fuertes, profesor emérito de Economía Aplicada de la Universidad Complutense de Madrid (febrero 2001); y *El empresario. Justificación y función*, por Álvaro Cuervo, catedrático de Economía de Empresa y director del departamento de Organización de Empresas de la Universidad Complutense de Madrid (marzo 2001).

La Fundación Juan March no se identifica necesariamente con las opiniones expresadas por los autores de estos Ensayos.

**LA POLÍTICA MONETARIA DE LA UNIÓN EUROPEA**

enorme repercusión social. Será entonces cuando el público visualice el cambio de régimen monetario, cuando se ponga a prueba la aceptación cotidiana de la nueva moneda y cuando todos los agentes tengan que adaptar sus sistemas de información y contabilidad y asumir la nueva unidad de cuenta.

No obstante, desde el 1 de enero de 1999 la política monetaria única viene funcionando bajo la dirección del Banco Central Europeo (BCE). Como todos los bancos centrales, el BCE está dotado de unos mecanismos operativos que le permiten incidir de manera decisiva sobre los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. Esta capacidad de influencia debe ejercerse con el propósito de alcanzar la estabilidad de los precios a medio plazo, que es el objetivo que ha fijado el Tratado. La fijación de este objetivo refleja el consenso existente entre los especialistas sobre cuáles deben ser las tareas y prioridades de la política monetaria.

El BCE no es omnipotente y su capacidad para incidir sobre la inflación de la zona del euro es limitada. El manejo de los tipos de interés no puede asegurar, por sí solo, el que los precios evolucionen en todo momento en una línea compatible con el objetivo de estabilidad. Éste es un problema que afecta a todo banco central, y la historia monetaria es muy rica en la variedad de modelos con los que se ha tratado de abordar.

El BCE ha optado, de acuerdo con la tradición dominante en Europa en los últimos años, por tener una estrategia monetaria explícita que sirva de marco para organizar los procesos de toma de decisión por sus órganos de gobierno, para explicar al público y a los mercados las razones que subyacen a sus actuaciones y para que sirva para responder ante la opinión pública y sus representantes políticos del cumplimiento de las funciones que constitucionalmente tienen encomendadas. Así, la estrategia de la política monetaria no es sólo una pieza fundamental para la eficacia de la misma, sino también para la transparencia de la institución y su rendición de cuentas.

Como es bien sabido, la piedra angular de la estrategia monetaria del BCE es la traducción del concepto de estabilidad de precios a una definición cuantitativa del mismo, aplicada a un índice representativo del área. En concreto, se entiende que aumentos anuales en el índice armonizado de precios de consumo de la zona inferiores al 2% no representan riesgos inflacionistas que pon-

gan en peligro la estabilidad de la moneda. Ésta es una referencia que vincula el compromiso del BCE a medio plazo, pero del que se pueden producir, por razones muy diversas, desviaciones a corto plazo que la política monetaria sólo puede enderezar dentro de un horizonte temporal relativamente dilatado.

Para poder actuar preventivamente y tratar de evitar que dichas desviaciones se produzcan o para corregirlas cuando se hayan producido, mediante la utilización de los instrumentos de la política monetaria, el BCE analiza un amplio conjunto de indicadores que se consideran relevantes para conocer el comportamiento de la inflación y anticipar sus futuras tendencias. Con esta decisión el BCE se ha apartado de los modelos tradicionales más simples que establecen reglas de reacción vinculadas al comportamiento de una única variable y ha optado por asumir un esquema relativamente novedoso y complicado, acorde con la complejidad de los mecanismos de transmisión de los impulsos monetarios y con la incertidumbre con la que se conoce la realidad dentro de la eurozona.

En el marco de esta decisión, el BCE ha querido jerarquizar, explícitamente, las variables que utiliza como base para la aplicación de su estrategia en dos grupos o pilares. Con el primer pilar se subraya la preeminencia que los agregados monetarios tienen para cualquier banco central como indicadores de la influencia de las condiciones financieras y de liquidez en el comportamiento de la inflación. Así, dentro de este pilar, se fija una referencia para el crecimiento a medio plazo de M3 en el área del euro que se considera compatible con la estabilidad de precios y se analizan el comportamiento y las tendencias de los agregados monetarios y crediticios en relación con dicha referencia.

En el segundo pilar se agrupan, de manera más general, los indicadores disponibles sobre las variables determinantes del comportamiento de la oferta y de la demanda agregadas, articuladas dentro de un esquema conceptual consistente para la explicación de las tendencias inflacionistas del área. Dentro de este esquema, el diagnóstico sobre la presión de la demanda final, la capacidad productiva ociosa, las tensiones del mercado de trabajo y de los salarios y el impacto del tipo de cambio sobre los costes y los márgenes empresariales juegan un papel muy destacado.

Es obvio que ambos pilares requieren una utilización rigurosa del instrumental analítico econométrico disponible y una cuida-

## LA POLÍTICA MONETARIA DE LA UNIÓN EUROPEA

dosa consideración de los elementos valorativos que han de introducir los responsables de la gestión de la política monetaria en interacción constante con los analistas que suministran el soporte técnico.

La ausencia de reglas fijas que codifiquen respuestas más o menos automáticas deja al BCE un margen considerable de discreción en sus actuaciones que es, precisamente, el banco de pruebas de su credibilidad. El BCE es una institución nueva que, aunque ha heredado en parte el prestigio conseguido por los bancos centrales europeos con mejor trayectoria de estabilidad monetaria, tiene que ganarse por sí misma su propia reputación mediante hechos contrastables que demuestren la coherencia de sus actuaciones con los fines perseguidos. En el tiempo transcurrido desde el inicio de la UEM, el BCE ha logrado mantener intacta la confianza en la estabilidad de los precios en la zona —a pesar de la subida del petróleo—, pero la construcción de una sólida reputación antiinflacionista requerirá tiempo y una mejora de la comunicación con el público y los mercados basada en el aprendizaje de todas las partes implicadas.

Durante el primer año de la UEM la política monetaria adquirió un tono de signo expansivo que pretendía, en ausencia de riesgos para la inflación, evitar los efectos potencialmente contractivos de la crisis financiera internacional. De hecho, el tipo de interés básico de intervención del BCE se mantuvo a unos niveles muy bajos durante todo el año, a pesar de que en noviembre se inició un proceso de subidas. El tono expansivo de la política monetaria se materializó en unas condiciones financieras y de liquidez considerablemente holgadas, con un crecimiento de M3 sistemáticamente por encima del 4,5%, que se había fijado como valor de referencia y con una expansión del crédito al sector privado en tasas superiores al 10%. La tendencia hacia la depreciación del euro desde los valores anormalmente elevados con los que se inició su lanzamiento, como consecuencia de la relativa euforia que despertó el éxito del proceso de conversión en los mercados financieros, estuvo influyendo en la misma dirección.

En el año 2000 el panorama se modificó sustancialmente, la política monetaria cambió de tono y el BCE se tuvo que enfrentar a nuevos retos. La economía de la zona euro terminó saliendo del bache inducido por la crisis financiera internacional más rápidamente de lo esperado, como consecuencia, sobre todo, de la reac-

ción de las exportaciones y, en menor medida, de la progresiva mejora de la confianza de los consumidores y de las empresas. La Comisión Europea y los organismos internacionales señalan que la situación económica del área en los años 2000 y 2001 ha sido la mejor de la última década con un crecimiento del producto por encima del 3%, lo que, sin duda, es muy elevado para los patrones europeos, aunque se encuentre todavía muy por debajo del dinamismo mostrado por la economía americana en los últimos años.

El aumento del dinamismo de la demanda final (demanda interna más exportaciones) coincidió con una drástica subida del precio del petróleo, que, en el marco de una fuerte expansión de la economía mundial, resultó más intensa y duradera de lo que se podría haber pensado. Ambos factores han inducido un rebrote de las tensiones inflacionistas que han colocado el índice armonizado de precios de consumo del área por encima del 2%, donde presumiblemente se mantendrá durante un período relativamente extendido. Aunque en esta desviación hay un componente transitorio que terminará desapareciendo cuando cambie la base de comparación para el cálculo de las tasas anuales, es obvio que los riesgos de aumentos de precios se han elevado considerablemente y que se pueden activar presiones de distintos sectores sociales, orientadas a eludir el coste del encarecimiento del petróleo, que tenderían a hacer más duraderos los impulsos inflacionistas.

Los riesgos inflacionistas se asientan además en la permanencia de condiciones amplias de liquidez y de financiación en la eurozona y en la intensidad alcanzada por la depreciación del euro, que llegó a convertirse en uno de los factores de preocupación más importante para el BCE. El diferencial de crecimiento y de productividades entre las economías americana y europea, que hacía más atractivas las tasas de rentabilidad sostenibles al otro lado del Atlántico, la corrección de la sobreapreciación inicial del euro —que parece haber inducido ciertas desinversiones japonesas en la nueva moneda— y el diferente tono de las políticas monetarias —que responde a las discrepancias cíclicas que entonces existían— justifican, sin duda, una parte de la depreciación del euro. Pero la magnitud del desalineamiento que se había alcanzado hasta el pasado mes de septiembre indicaba la presencia de un componente de sobrereacción, típico de la conducta gregaria de los mercados. Este componente de sobrereacción es el que indujo la interven-

**LA POLÍTICA MONETARIA DE LA UNIÓN EUROPEA**

ción concertada del BCE con la Reserva Federal y el Banco de Japón —a los que se unieron el Banco de Canadá y el Banco de Inglaterra— con el fin de indicar a los mercados el peligro que para la economía mundial suponía la persistencia de semejante desalineamiento.

Lógicamente, conforme se fue percibiendo el cambio de escenario, el BCE cambió el signo de los movimientos de los tipos de interés, orientándose a eliminar progresivamente el carácter acomodante de la política monetaria y a adoptar una actitud crecientemente vigilante y preventiva frente a los riesgos inflacionistas que se derivaban de la nueva situación. Así, en noviembre de 1999 se inició un período de subidas sucesivas del tipo de interés básico desde el 2,5% hasta el 4,75% en octubre del 2000, en siete escalones distribuidos a lo largo del período. En todos los casos, las indicaciones que se derivaban de los diversos elementos incorporados en la estrategia monetaria, apuntaban inequívocamente hacia la necesidad de una restricción adicional de las condiciones monetarias y en la misma dirección apuntaban las expectativas de los mercados, si bien no siempre hubo coincidencia en cuanto a la apreciación del momento o de la magnitud de la subida.

La nueva orientación de restricción monetaria está siendo seguida por el BCE con dosis muy importantes de gradualismo, que tienen una doble justificación. Por un lado, la necesidad de evitar sobrerreacciones frente a una información que contiene márgenes de incertidumbre importantes. Por otro, la conveniencia de combinar una cierta flexibilidad frente a los impactos directos de carácter transitorio, derivados del alza del precio del petróleo, con un esfuerzo tenaz por evitar que se desencadenen efectos más permanentes como consecuencia de la pugna de los diversos sectores sociales por evitar las pérdidas de renta que llevan aparejadas los encarecimientos de los inputs importados. Este difícil equilibrio exige evitar acciones bruscas que frenen el dinamismo económico y mantener firme, al mismo tiempo, la confianza en que la estabilidad de los precios a medio plazo no será puesta en cuestión, porque el BCE hará siempre lo necesario para cumplir el objetivo que tiene encomendado. La consecución de un crecimiento sólido y estable en la zona del euro es el principal factor de sostenimiento de la moneda y el que determinará la superación de la fase de debilidad con la que ha empezado su andadura.

Para España la política monetaria común ha tenido un carácter

más expansivo que en el resto del área, dado el momento cíclico más avanzado en el que se encontraba su economía y el diferencial de inflación que subsistía. La holgura de las condiciones monetarias se ha visto parcialmente compensada por una política fiscal de signo restrictivo orientada a la consecución del equilibrio presupuestario. No obstante, el fuerte dinamismo de la demanda interna, alentado sobre todo por el influjo monetario expansivo, ha contribuido a sostener las tensiones alcistas de precios generadas por el alza de los precios del petróleo, a los que la economía española sigue siendo relativamente más vulnerable, debido a la mayor dependencia de la energía importada y a la mayor importancia del coste del crudo en el precio final de sus derivados.

Esta situación comporta riesgos para la competitividad de la economía española que hasta el momento han permanecido encubiertos por las ganancias compensadoras que la depreciación del euro ha generado frente a otras áreas del mundo. Sin embargo, estos riesgos merecen gran atención porque a la larga el potencial de crecimiento de la economía española dependerá de su competitividad frente a los países miembros de la Unión Monetaria.

El gradual tensionamiento de las condiciones monetarias y la reducción del diferencial de crecimiento de la economía española en relación a la zona euro tienden a contener el alcance de los peligros de una eventual pérdida de competitividad, pero todo dependerá de la forma en que los agentes reaccionen frente al encarecimiento del petróleo. Si se interrumpe la moderación salarial y si los sectores afectados logran trasladar a los precios finales el encarecimiento de los inputs, las tensiones inflacionistas pueden hacerse más duraderas y la pérdida de competitividad más intensa. La economía española dispone, sin embargo, de resortes suficientes para hacer frente a los ajustes necesarios. Para ello resulta fundamental la aceleración del programa de consolidación presupuestaria, la flexibilidad del mercado de trabajo, la continuidad en la moderación de los salarios y el aumento de la competencia en los mercados de bienes y servicios. Estos elementos han sido decisivos para que la entrada en la Unión Monetaria se saldase con un balance muy positivo en términos de crecimiento económico y generación de empleo. Su papel va a ser más importante aún en un contexto en el que empiezan a emerger dificultades de cierta envergadura. □