

# **Política monetaria del Banco Central Europeo y competitividad: análisis de sus principales riesgos**

JOSÉ ALBERTO PAREJO GÁMIR

*Rector de la Universidad San Pablo-CEU  
Catedrático de Economía Aplicada*

ÁNGEL A. ALGARRA PAREDES

*Profesor Adjunto de Economía Aplicada  
Universidad San Pablo-CEU*

## I. INTRODUCCIÓN

La puesta en marcha de la tercera fase de la Unión Monetaria Europea (UME) a partir de 1999, fecha desde la que el Banco Central Europeo (BCE) comenzó a aplicar la política monetaria única con una orientación claramente antiinflacionista, estuvo precedida de un intenso proceso de ajuste macroeconómico, con la exigencia de cumplimiento de los requisitos de convergencia nominal para aquellos países que pretendían incorporarse al proceso iniciado. Tras la introducción del euro como moneda única, se ha formado en Europa un área económica con un alto nivel de integración y un tamaño comparable al de EE.UU., y superior al de Japón, cuya moneda común ha empezado a adquirir un protagonismo creciente en el sistema monetario internacional.

Pero, sobre todo, la zona del euro se ha consolidado como un área de elevada estabilidad macroeconómica, asentada en la política monetaria del Eurosistema, que está orientada inequívocamente al mantenimiento de la estabilidad de los precios. Los beneficios que comporta la UME se seguirán manifestando a lo largo del tiempo conforme se vayan aprovechando las ventajas de la creciente integración y a medida que las economías de la zona vayan superando las deficiencias estructurales que

todavía arrastran, afianzando sus posibilidades de crecimiento. Ello no ha impedido, como es lógico, que la UME —en un escenario económico cada vez más mundializado— se haya visto afectada desde 2000 por el deterioro de la actividad económica registrado en los principales países industrializados.

Asimismo, desde 1999 se ha constatado la dificultad del BCE para alcanzar el objetivo de inflación inferior al 2% establecido en el medio plazo, observándose además ciertas divergencias en los niveles de precios entre sus países miembros, que pueden deteriorar la competitividad de aquellas economías con mayores tasas de inflación, como España, Irlanda, Grecia y Portugal, que ya no cuentan con la posibilidad de devaluar su moneda como vía para mantener los ritmos de crecimiento de la actividad económica.

En el presente artículo se exponen los principales beneficios que se derivan de la estabilidad de los precios y los costes de la inflación para, a continuación, hacer referencia a la estrategia antiinflacionista de la política monetaria diseñada por el BCE, analizando los principales resultados alcanzados con su aplicación, concluyendo su contenido con el análisis de los factores que introducen un riesgo para la actuación eficaz de dicha política monetaria y que pueden dañar la credibilidad antiinflacionista del Eurosistema.

## II. LA IMPORTANCIA DEL LOGRO DE LA ESTABILIDAD DE PRECIOS: LOS COSTES DE LA INFLACIÓN

El artículo 105 del Tratado de la UE establece taxativamente que el objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) es el mantenimiento de la estabilidad de precios en el área euro<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Este compromiso con la estabilidad de precios, que afecta a los bancos centrales de numerosos países, ha llevado al diseño de estrategias de política monetaria basadas en el establecimiento de objetivos directos de inflación, para reforzar el compromiso de las autoridades con la estabilidad de precios. Es el caso de los bancos centrales del Reino Unido, Suecia, Canadá y Nueva Zelanda, que han optado por la supresión de objetivos

Este principio supone la mejor contribución al logro de los objetivos económicos y generales de la Unión Europea y de sus ciudadanos, mejorando las perspectivas económicas y elevando sus niveles de vida.

Son numerosos los argumentos esgrimidos por la literatura especializada sobre los beneficios de la estabilidad de los precios. Entre otros, podemos citar los siguientes:

1. La estabilidad de precios mejora la transparencia del mecanismo de precios relativos, contribuyendo a mejorar la asignación eficiente de los recursos y aumentando la capacidad productiva potencial de la economía, evitando con ello las distorsiones que las decisiones de ahorradores e inversores generan sobre dicha asignación de recursos.

2. El clima de estabilidad de precios facilita la aplicación por los gobiernos de políticas de reformas estructurales que reduzcan las rigideces existentes tanto en los mercados de bienes y servicios como de trabajo, debidas habitualmente a una regulación excesiva o inadecuada de dichos mercados. La aplicación de estas políticas contribuye a generar un mayor crecimiento real y tendencial del producto.

3. La estabilidad de precios reduce la prima de riesgo de la inflación incorporada a los tipos de interés a largo plazo. Dado que estos tipos son básicos para la formación de las expectativas de los empresarios y, por lo tanto, para sus decisiones de inversión, la reducción de los mismos se traducirá en mayores niveles de crecimiento económico. Asimismo, la estabilidad de precios reduce la incertidumbre y facilita las decisiones de inversión.

4. La estabilidad de precios evita que se produzcan efectos redistributivos negativos de renta y riqueza, habituales en períodos inflacionistas, que afectan negativamente a las rentas de los

---

intermedios en términos de control de la evolución de un agregado monetario y la fijación y seguimiento directo de objetivos de inflación (los bancos centrales de Finlandia y España optaron también por esta estrategia antes de su incorporación al SEBC). Para un análisis más detenido de las características de esta estrategia, *vid.* FERNÁNDEZ DÍAZ, A.; RODRÍGUEZ SÁIZ, L.; PAREJO GAMIR, J.A.; GAJINDO, M.A. y CALVO, A. (2000): *Política monetaria: su eficacia y enfoques alternativos*, tomo I, Ed. AC, Madrid.

sectores sociales menos protegidos, coadyuvando al logro de una mejor cohesión social.

5. La reducción de la incertidumbre sobre la evolución futura de los precios reduce la necesidad de realizar operaciones de cobertura contra la inflación y, por lo tanto, los costes derivados de las mismas, permitiendo mejorar los niveles de competitividad y estimulando las decisiones de inversión.

6. Puede establecerse en el medio y largo plazo una relación de complementariedad entre la estabilidad de precios y el crecimiento económico, que desaconseja la utilización de políticas monetarias acomodaticias con efectos estimulantes sobre la actividad económica y el empleo, cuyos efectos únicamente se producirían a corto plazo, perjudicando la estabilidad macroeconómica a largo plazo (Malo de Molina, 1997).

Como ya hemos apuntado previamente, el objetivo de la estabilidad de precios ha alcanzado un lugar preeminente en el conjunto de los fines de la política económica de los países desarrollados, tanto por la consciencia creciente de los elevados costes del proceso inflacionista como por la convicción entre la teoría monetaria moderna de que, a largo plazo, la inflación es un fenómeno eminentemente monetario. Por lo tanto, los anteriores beneficios de la estabilidad de los precios deben ponerse en íntima relación con los costes que se derivan de los procesos inflacionistas.

Podemos dividir los costes de la inflación en dos categorías<sup>2</sup>:

I. Costes derivados de la inflación anticipada por los agentes económicos en los procesos de formación de expectativas:

a) Las expectativas de inflación anticipada se incorporan en los tipos de interés, reflejando el coste de oportunidad de mantener saldos líquidos, reduciendo la demanda de dinero, lo

---

<sup>2</sup> Para un análisis más detenido de estos aspectos, *vid.* FERNÁNDEZ DÍAZ, A.; RODRÍGUEZ SAIZ, L.; PAREJO GAMIR, J. A.; GALINDO, M. A. y CALVO, A. (2000): *Política monetaria: su eficacia y enfoques alternativos*, tomo I, Ed. AC, Madrid, capítulo 2; FERNÁNDEZ DÍAZ, A.; PAREJO GAMIR, J. A. y RODRÍGUEZ SAIZ, L. (2002): *Política Económica*, 3.ª edición, Ed. McGraw-Hill, Madrid, pp. 157-161. Asimismo, *vid.* VINAIS, J. (1997): «Política monetaria e inflación. De la teoría a la práctica», en *La política monetaria y la inflación en España*, Servicio de Estudios del Banco de España, Alianza Economía, Madrid.

que provoca pérdidas de eficiencia y bienestar social. A este respecto, Mulligan y Sala i Martín (1996) estiman que dichos costes serán tanto más reducidos cuanto menor sea la tasa inicial de inflación.

- b) Los costes administrativos derivados de la necesidad de las empresas de revisar los precios de sus productos con tanta mayor frecuencia cuanto más altas sean las tasas de inflación. Blinder (1993) considera que, en condiciones de inflación moderada o baja, dichas modificaciones únicamente se producen una vez al año, manifestándose en reducciones de la tasa de crecimiento económico durante largos períodos de tiempo.
- c) Costes tributarios, derivados de la falta de adaptación de los sistemas tributarios para corregir los efectos de la inflación sobre las tasas efectivas de gravamen. Así, la insuficiente indiciación del impuesto sobre la renta de las personas físicas penaliza a los contribuyentes al situarles en tramos impositivos superiores. Respecto al impuesto sobre los beneficios de las sociedades, grava también los rendimientos nominales obtenidos por las empresas sin tomar en consideración los efectos inflacionistas, lo que supone un mayor coste fiscal para éstas, con el consiguiente desincentivo para la inversión.

II. Costes provocados por la inflación no anticipada, como consecuencia de la incertidumbre y volatilidad respecto al ritmo de crecimiento de los precios, y la estructura de precios relativos, que provoca que los agentes económicos deban recurrir a gastos adicionales para protegerse frente a la inflación. Dichos costes pueden concretarse en los siguientes:

- a) La existencia de una prima de riesgo inflacionista en los tipos de interés y, por lo tanto, la generación de expectativas que perjudican la inversión.
- b) La incertidumbre que afecta a la estructura de precios relativos produce importantes costes, tanto dentro del país como en las relaciones comerciales que mantiene con el exterior, produciendo pérdidas de eficiencia en los procesos de asignación de los recursos, por cuanto los agentes económicos no son capaces de determinar si las variaciones en los precios

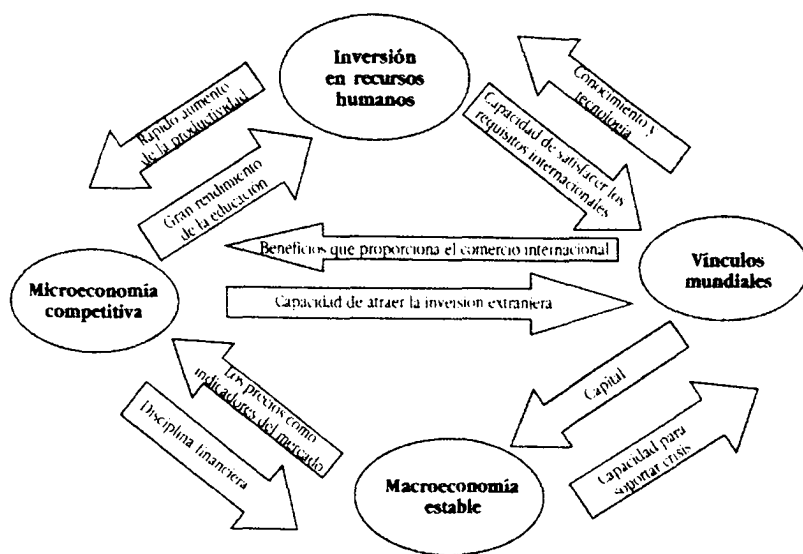
se deben a alteraciones en los precios relativos o, por el contrario, se derivan de procesos inflacionistas.

- c) La inflación, ya sea prevista o imprevista, genera una redistribución negativa de la renta y de la riqueza, pues afecta más a los sectores sociales con menos medios para protegerse frente a la misma.

### III. LA EFICACIA DE LA POLÍTICA MONETARIA EN RELACIÓN CON OTRAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

La política monetaria, como cualquier política económica, está sujeta a limitaciones muy diversas, que ponen en duda su posible eficacia y que se encuadran en dos categorías:

FIGURA 1  
PRINCIPALES PILARES DE UNA ESTRATEGIA DE REFORMAS  
ESTRUCTURALES: INTERACCIONES EXISTENTES



- Las generales, que afectan a todas las políticas económicas, es decir, la necesidad de tomar decisiones en situaciones de incertidumbre, los retardos temporales, la formación de expectativas racionales por los agentes económicos, los fenómenos de mundialización y la inconsistencia temporal o dinámica de la política económica.
- Las específicas, propias de la política monetaria, como son el carácter asimétrico de la misma, la existencia de limitaciones institucionales a la subida de los tipos de interés, las limitaciones derivadas de la interdependencia creciente entre las economías, la posible inestabilidad de la demanda de dinero y, en especial, el papel que debe representar la política monetaria en un proceso de reformas estructurales.

En la práctica no es posible alcanzar la estabilidad de precios sin realizar las necesarias reformas estructurales que mejoren el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios y de trabajo, y adoptar los mecanismos que permitan reforzar la orientación antiinflacionista de la política monetaria a través de un mayor equilibrio en la combinación de las políticas económicas aplicadas, tal y como se observa gráficamente en la Figura 1.

En efecto, una política de ajustes estructurales que contribuya a la reducción de los desequilibrios globales y a mantener la aptitud de la economía para seguir creciendo, exige la adopción de medidas por las autoridades para garantizar una inversión en recursos humanos adecuada, la existencia de un sistema productivo competitivo en un entorno de mundialización y la necesidad de un amplio grado de apertura al exterior, y todo ello en un marco macroeconómico de estabilidad, para lo cual debe existir un adecuado engarce entre las políticas monetarias y fiscales, sobre todo.

Estas esferas de actividad están íntimamente relacionadas entre sí. Una economía interna equilibrada permite obtener un mayor rendimiento del sistema educativo que una economía con distorsiones. La inversión en capital humano constituye entonces, sin duda, un elemento básico para aumentar la productividad, estimulando la adopción de nuevas tecnologías.

Por otra parte, la estabilidad macroeconómica contribuye al mejor funcionamiento del sistema de precios interno, por cuanto elimina los desequilibrios que produce la inflación. No obstante, hay también que señalar que la eficiencia microeconómica contribuye a reducir las presiones inflacionistas: en un marco de empresas competitivas, será menor la necesidad de subvenciones que infle el déficit del sector público.

Los cuatro pilares para mantener la aptitud para seguir creciendo son valiosos en sí mismos, pero, como consecuencia de los vínculos existentes entre ellos, es probable que, si se aplican en su conjunto, los resultados sean más favorables. La política monetaria debe contribuir, desde esta perspectiva, a facilitar la puesta en práctica de las reformas estructurales necesarias para que las economías sean capaces de crecer en condiciones de estabilidad, de forma duradera y sostenida a lo largo del tiempo.

Dos son los motivos fundamentales que pueden provocar que la política monetaria no contribuya adecuadamente al logro de la estabilidad macroeconómica:

— La inconsistencia temporal, derivada de la inexistencia de costes asociados al incumplimiento de los objetivos que pretende alcanzar el Banco Central, lo que puede determinar que la autoridad monetaria aplique políticas monetarias más relajadas tratando de explotar el *trade off* a corto plazo entre paro e inflación y, por lo tanto, aumentar el ritmo de actividad económica. Ese incentivo genera un sesgo que provoca la formación de expectativas inflacionistas por los agentes económicos, contribuyendo a generar una tasa de inflación más elevada (Fernández Díaz *et al.*, 2000). Para evitar este sesgo, se ha dotado de independencia al SEBC, para reducir el riesgo de que su actuación pueda verse afectada por consideraciones ajenas a su propio objetivo último. A pesar de todo, la ralentización del crecimiento de la economía alemana, con un aumento notable del paro en ese país, ha llevado al Gobierno alemán a presionar con persistencia al BCE para que relaje su política monetaria con el fin de tratar de estimular la inversión, sin tomar en consideración que los problemas que afectan a su economía son de carácter eminentemente estructural, en particular las enormes rigideces existentes



en su mercado de trabajo, derivadas de convertir en habitual las jubilaciones anticipadas (Fernández Cornejo y Algarra, 2000).

Esas presiones, que se han traducido en rebajas de los tipos de interés por la autoridad monetaria europea, han podido contribuir a ampliar las divergencias existentes entre las tasas de inflación de los países del área, perjudicando especialmente a aquellos que, como el nuestro, disfrutaban de mayores tasas de crecimiento, derivadas de la aplicación de políticas liberalizadoras y desreguladoras adecuadas.

— Las dificultades que crean las políticas fiscales desajustadas. El carácter estructuralmente deficitario de las políticas presupuestarias puede poner en serio riesgo los logros antiinflacionistas de la política monetaria. Supongamos que, sin recurrir a la monetización, el gobierno financia dicho déficit con emisión de deuda. Esta política puede introducir sesgos inflacionistas como consecuencia de los siguientes hechos:

- a) Si la financiación del déficit se realiza con emisión de deuda a corto plazo, con un elevado grado de liquidez, se genera una expansión monetaria al convertirse en sustitutivos próximos al dinero (Canzoneri y Diba, 1997).
- b) Si la financiación se realiza con emisión de deuda a más largo plazo, pueden producirse procesos de creación de activos financieros más líquidos a partir de la deuda emitida, con lo que se producirían asimismo tensiones inflacionistas.
- c) Si el nivel de endeudamiento público es elevado, pueden existir presiones del gobierno al Banco Central para que aplique políticas monetarias más laxas con el objetivo de reducir la carga financiera.
- d) Las políticas presupuestarias desajustadas contribuyen a reducir la credibilidad antiinflacionista de la política monetaria del Banco Central, perjudicando la formación de expectativas de los agentes económicos y contribuyendo, en el medio plazo, a acelerar la inflación.

Estos factores han sido la causa fundamental que ha determinado la aprobación dentro de la UME del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que limita notablemente la capacidad de endeudamiento de las Administraciones Públicas.

No obstante esta exigencia, los Gobiernos de Alemania, Portugal, Francia e Italia están superando o rozando el límite de déficit público en porcentaje del PIB, establecido en el 3% por el Pacto, como puede observarse en el Cuadro 1, en el que se recogen las tasa de crecimiento, de inflación, paro y déficit público, en el primer trimestre de 2003, de las principales economías europeas, EE.UU. y Japón.

CUADRO 1  
TASAS DE CRECIMIENTO, INFLACIÓN, PARO  
Y DÉFICIT PÚBLICO EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2003

|              | PIB           |                | Paro                 |                | Déficit público |
|--------------|---------------|----------------|----------------------|----------------|-----------------|
|              | (% variación) | IPC            | (% población activa) | (% PIB)        |                 |
|              | Año antes     | 1.º trim. 2003 | 1.º trim. 2003       | 1.º trim. 2003 | 1.º trim. 2003  |
| Alemania     | 0,2           | 1,0            | 10,7                 | -3,1           |                 |
| Francia      | 1,1           | 1,8            | 9,3                  | -2,9           |                 |
| Gran Bretaña | 2,1           | 3,0            | 3,1                  | -1,3           |                 |
| Italia       | 0,8           | 2,7            | 8,8                  | -2,2           |                 |
| España       | 2,1           | 2,7            | 11,7                 | -0,3           |                 |
| UE           | 1,0           | 1,8            | 8,1                  | -1,8           |                 |
| Zona euro    | 0,8           | 1,9            | 8,8                  | -2,1           |                 |
| EE.UU.       | 2,0           | 2,1            | 6,1                  | -3,6           |                 |
| Japón        | 2,5           | -0,2           | 5,4                  | -8,1           |                 |
| OCDE         | 2,0           | 2,5            | 7,0                  | —              |                 |

Fuente: COMISIÓN EUROPEA (2003).

La UE ha iniciado los procedimientos de déficit excesivo contra Alemania y Portugal, y la alerta rápida contra Francia. Sin embargo, la propia Comisión ha anunciado que «la sanción a Alemania está excluida»<sup>4</sup>.

La verdadera consecuencia de esta aparente flexibilización del Pacto de Estabilidad está en saber cómo repercutirá en la credibilidad de la política monetaria europea y del euro.

En el caso de España, la promulgación de la Ley 18/2001, de 12 de diciembre, General de Estabilidad Presupuestaria, ha supuesto un paso decisivo como instrumento para garantizar el

<sup>4</sup> Según declaraciones efectuadas en julio de 2003 por el ministro italiano de Asuntos Europeos, Rocco Buttiglione, al comienzo del periodo de la presidencia italiana.

rigor en el ámbito fiscal, la sostenibilidad presupuestaria a medio plazo del sistema público de pensiones, así como hacer frente a las variaciones cíclicas que pudieran producirse. Con ello se reconoce que el equilibrio presupuestario debe ser la gran contribución de la política fiscal a la estabilidad macroeconómica, de forma que el alargamiento del ciclo económico consolida el verdadero potencial de crecimiento y de generación de empleo de la economía española<sup>4</sup>.

#### IV. LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO ORIENTADA HACIA LA ESTABILIDAD DE PRECIOS

Como hemos señalado anteriormente, el SEBC tiene como objetivo prioritario el mantenimiento de la estabilidad de los precios. Para el logro de este objetivo, se concede al BCE un alto grado de independencia institucional, a pesar de los esfuerzos que desde determinados sectores de opinión se han realizado para que dependiera del Parlamento Europeo. Los principios sobre los que se asienta esta estrategia son los siguientes:

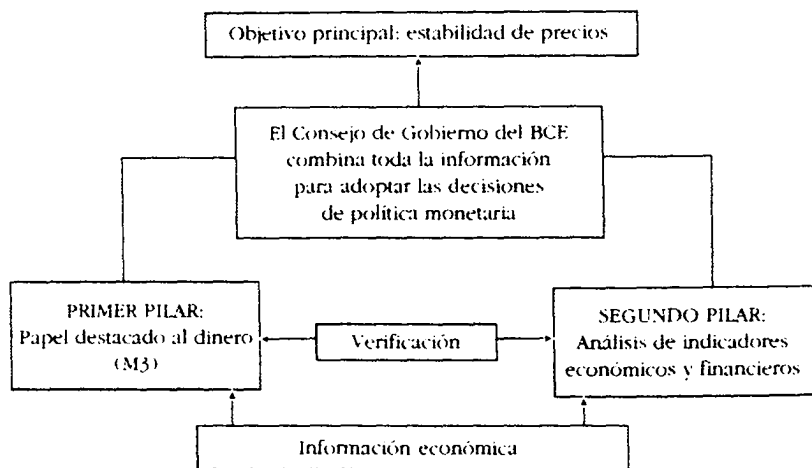
1. Ha de ser clara y comprensible, de forma que no se genere incertidumbre entre los agentes económicos.
2. Ha de ser transparente, de forma que el SEBC debe hacer públicos tanto la cuantificación del objetivo último y las decisiones de política monetaria para períodos determinados, como el fundamento económico que sustente las mismas. La publicidad de las decisiones adoptadas por el BCE es un elemento indispensable para dotar de mayor credibilidad a la política monetaria única, de forma que los agentes económicos ajusten sus expectativas de inflación de acuerdo con las medidas adoptadas<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> En el caso español, el éxito de la Ley de Estabilidad Presupuestaria va a depender del comportamiento de las Administraciones Públicas territoriales, dado el carácter fuertemente descentralizado de nuestro país y las transferencias de competencias realizadas a las Comunidades Autónomas, en particular las sanitarias.

<sup>5</sup> Un ejemplo claro de esta política de transparencia ha sido la consulta pública dirigida el 7 de octubre de 2002 por el BCE al sector crediticio de la zona euro, referente a una

FIGURA 2  
PILARES DE LA ESTRATEGIA  
DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA



Fuente: BCE (2000).

Como consecuencia del carácter independiente del BCE, ha de someterse al principio de rendición de cuentas, tanto respecto a las medidas que aplica como en lo referente al logro de la estabilidad de precios.

serie de medidas técnicas destinadas a incrementar la eficiencia del marco operativo de su política monetaria. Las medidas a analizar eran las siguientes:

- Cambiar el calendario de los periodos de mantenimiento de las reservas obligatorias, para atenuar la repercusión de las expectativas de modificación de los tipos de interés en el comportamiento de las entidades de contrapartida que puján en las operaciones principales de financiación, reduciendo la posibilidad de que los periodos de mantenimiento comiencen o terminen en días en los que se encuentra cerrado el sistema TARGET, con el consiguiente coste financiero para las entidades.
- Reducir el plazo de las operaciones principales de financiación de dos a una semana, evitando la superposición de una operación en dos periodos de mantenimiento consecutivos, de forma que las pujas de una subasta puedan estar afectadas por expectativas de modificación de tipos de interés en el periodo de mantenimiento siguiente.
- Suspender las operaciones principales de financiación a medio plazo.

En enero de 2003, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, a la vista de las contestaciones realizadas, cambiar el calendario del periodo de mantenimiento de las reservas y reducir el plazo de las operaciones principales de financiación en el primer trimestre de 2004, manteniendo, no obstante, las de medio plazo.

La estrategia consta de dos elementos fundamentales, que aparecen recogidos en la Figura 2:

A. Una definición cuantitativa del objetivo de estabilidad de precios, que sirva de eje para la formación de las expectativas de los agentes económicos sobre la evolución futura de los precios. Con ello se pretende dotar de mayor credibilidad a la política monetaria. La necesidad de cuantificar y hacer público el objetivo permite a los ciudadanos evaluar el éxito de la política monetaria única.

El BCE define la estabilidad de precios como un incremento interanual por debajo del 2% del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC) para el área euro, estableciéndose dicho objetivo en el medio plazo. La justificación para no considerarlo a corto plazo es que en esta dimensión temporal existe una cierta volatilidad de los precios, como consecuencia de la existencia de numerosos factores que inciden sobre su evolución en el corto plazo, además de los de naturaleza estrictamente monetaria.

Asimismo, en la zona euro los tipos de interés de los préstamos bancarios y, por lo tanto, el comportamiento del crédito al sector privado, tienden a reaccionar con bastante retraso respecto a las actuaciones de la política monetaria del BCE. De Bondt (2002) ha estimado que la proporción que habitualmente se transmite en el plazo de un mes a los tipos de interés de los préstamos bancarios no alcanza el 50%. Sin embargo, a medio-largo plazo dichos tipos se ajustan perfectamente a la evolución del tipo de interés de mercado. No obstante, las reformas que se están produciendo en el sector bancario europeo están generando un aumento de la velocidad de transmisión.

En 2002 la tasa media interanual en el área euro, medida por el IAPC, se situó en el 2,2%, esto es, 0,2 puntos porcentuales inferior a la alcanzada en 2001, aunque algo por encima de la establecida como objetivo a medio plazo. Como señalábamos anteriormente, el comportamiento de la inflación en Europa a corto plazo durante 2002 debe explicarse por factores no monetarios en ese período.

Podemos establecer las siguientes conclusiones sobre el comportamiento de la inflación en la zona euro en 2002<sup>6</sup>:

- 1) La evolución de la inflación en ese último año ha reflejado principalmente las fluctuaciones a corto plazo de los precios de los alimentos no elaborados y de la energía.
- 2) La inflación, excluidos los componentes más volátiles (alimentos no elaborados y energía), se mantiene prácticamente invariable en dicho ejercicio respecto al precedente.
- 3) Los diferenciales de inflación entre los distintos países de la eurozona se mantuvieron asimismo estables.
- 4) Las encuestas de confianza realizadas a los consumidores europeos ponen de manifiesto la existencia de expectativas más bajas de inflación esperada para 2003.
- 5) La tasa media de variación interanual de los precios de los productos industriales, excluida la energía y la construcción, se redujo del 1,8% en 2001 al 0,6% en 2002, reflejando un aumento escaso de los precios de los productos importados como resultado de la apreciación del euro en el período.
- 6) Durante 2002 se ha producido una cierta incidencia derivada de la introducción del euro, como consecuencia de los procesos de redondeo, que han afectado especialmente a aquellos productos con precios bajos, y que pueden haber provocado un moderado aumento de la inflación estimado entre el 0,2% de Francia y el 0,6% de Holanda (Eurostat, 2003). Las disparidades en los distintos países deben atribuirse a los distintos niveles de competencia existentes en los mercados nacionales. Hay que prever que estas repercusiones sobre la inflación serán transitorias, si bien pueden persistir en los países en los que existe indiciación salarial.
- 7) Pese al debilitamiento de la actividad económica en Europa, con el consiguiente aumento del desempleo en la zona euro, el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado ha permanecido estable. Además, la mejora en los dos últimos

---

<sup>6</sup> Dichas conclusiones han sido elaboradas a partir de los datos sobre inflación en la zona euro publicados por el BCE (2003), *Informe Anual 2002*; por la COMISIÓN EUROPEA y EUROSTAT, así como diversos boletines económicos del BANCO DE ESPAÑA.

trimestres de 2002 de la tasa de productividad (pese a que en el primer semestre su crecimiento fue escaso) ha permitido una ligera disminución de los costes laborales unitarios y, por lo tanto, una mejora en la competitividad.

B. El logro del objetivo último requiere el establecimiento de dos pilares en el diseño de la estrategia:

- Un papel destacado del dinero, señalado mediante un valor de referencia para el agregado M3.
- Una evaluación de las previsiones de evolución futura de los precios y de los riesgos para la estabilidad de los mismos, utilizando una amplia gama de indicadores económicos y financieros. Entre ellos podemos destacar los salarios, el tipo de cambio, la curva de rendimientos, índices de precios y costes, encuestas de confianza realizadas a los distintos agentes económicos, análisis de los factores autónomos de generación de liquidez, en particular los depósitos de las Administraciones Públicas en los bancos centrales, nacionales, etc.

Así, la política monetaria única del BCE debe ser considerada en principio como una estrategia mixta, que participa, por un lado, de las características de la estrategia indirecta o en dos niveles, como consecuencia del papel fundamental que se otorga al control del crecimiento de la cantidad de dinero, que se convierte de esta forma en objetivo intermedio de hecho de dicha política, y, por otro, de la estrategia basada en el seguimiento más directo del objetivo de inflación, dado el papel fundamental que representan los indicadores en la política monetaria diseñada.

Desde 1999, año en que comenzó a aplicarse la política monetaria única, hasta la actualidad, el Consejo de Gobierno del BCE ha fijado como tasa de referencia (objetivo intermedio) de la misma un crecimiento interanual del 4,5% para el agregado monetario amplio M3, a partir de una previsión de crecimiento tendencial del producto potencial comprendido entre el 2% y el 2,5% anual, y una caída de la velocidad de circulación de M3 entre el 0,5% y el 1% anual en la zona euro, en un horizonte de medio plazo.

Las fluctuaciones a corto plazo de M3 no tienen que producir necesariamente consecuencias sobre la evolución futura de los precios, de forma que las desviaciones han de analizarse de manera conjunta con otros indicadores de la actividad real y financiera (BCE, 2002).

Como consecuencia de este planteamiento hecho público por el BCE, la actuación práctica del Banco Central viene corroborando el hecho de que el agregado monetario se ha convertido en un indicador más de la política monetaria única, de forma que la estrategia que actualmente se aplica puede ser definida en realidad como una estrategia directa. Esta idea se refuerza por el hecho de que el BCE está observando también la evolución de otros agregados monetarios, en especial M1, agregado que, a diferencia de lo que sucede con M3, está experimentando cambios notables en su velocidad media de circulación.

Otro aspecto de singular trascendencia en la política monetaria de nuestro Banco Central es el carácter automático que se pretende dar a todas sus actuaciones, vinculando las mismas a los principios de transparencia y publicidad que rigen su actuación, tratando con ello de dotar de mayor credibilidad a la misma. Para ello, desde 2002 el Consejo de Gobierno del BCE realiza un único análisis mensual sobre el que fundamentar sus decisiones de política monetaria, cuyas conclusiones hace públicas, intentado con ello contribuir a la estabilización de los mercados financieros. Esta forma de actuación ha reducido sensiblemente la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo, disminuyendo la incertidumbre de los agentes económicos sobre el momento exacto de la toma de decisiones de política monetaria por el Banco Central.



V. LOS RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DE PRECIOS  
EN EL ÁREA EURO Y LA CREDIBILIDAD  
DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE:  
PRINCIPALES CONCLUSIONES

La estrategia de política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios a medio plazo en la zona euro es, como fácilmente puede comprenderse, una garantía para mejorar el nivel de vida de los ciudadanos europeos. Su objetivo es determinar aquellas perturbaciones económicas que pueden generar tensiones inflacionistas, de forma que la autoridad monetaria europea sea capaz de corregirlas.

La dificultad para que dicha política sea eficaz disponiendo de un único objetivo intermedio (la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero) ha determinado que el BCE observe en la actualidad un conjunto muy amplio de indicadores que le permitan detectar tensiones inflacionistas a la vista de la evolución de la situación económica.

Esta estrategia de actuación exige que la política monetaria adquiriera una adecuada credibilidad antiinflacionista ante los agentes económicos, que contribuya a *anclar* sus expectativas de inflación. Sin embargo, el BCE se enfrenta a una serie de riesgos que, de hacerse efectivos, reducirían su credibilidad y, por lo tanto, su eficacia en el logro de la estabilidad de precios. Sin ánimo de ser exhaustivos, podemos citar entre ellos los siguientes:

1) La aplicación por los gobiernos europeos de políticas presupuestarias desequilibradas, lo que podría generar una situación de «soledad de la política monetaria» para hacer frente, por sí sola, al problema de la inflación. Por lo tanto, debe existir un compromiso de las autoridades económicas nacionales de otorgar una notable importancia al logro de la estabilidad de precios en relación con el resto de sus objetivos de política económica.

---

<sup>1</sup> Esta estrategia determina un carácter excesivamente «mecanicista» de actuación, que supone la reacción por parte del Banco Central frente a una desviación del objetivo previsto.

Los desequilibrios presupuestarios persistentes pueden dañar la credibilidad de la política monetaria y producir, en el medio plazo, un crecimiento de la cantidad de dinero que resulte excesiva e incompatible con el logro de los objetivos de inflación establecidos en un horizonte de medio plazo<sup>8</sup>.

Frente a los criterios expuestos, desde determinadas posiciones se demanda la aplicación de políticas fiscales más expansivas, a la vista de lo que denominan «los peligros del déficit cero», alegando, por ejemplo, la existencia de previsiones deflacionarias en Alemania, en un contexto de escaso crecimiento económico en Europa, lo que aconsejaría la revisión y flexibilización de las condiciones del Pacto de Estabilidad. Sin embargo, frente a las mismas hay que resaltar que los crecientes desequilibrios que padece la economía alemana existen a pesar de que desde 2001 este país se está situando en los límites del déficit excesivo. Por el contrario, la falta de aplicación de políticas de reformas estructurales es la verdadera causa de la recesión. En estas circunstancias, el propio Canciller Schröder ha planteado la necesidad de acometer una profunda revisión del sistema de pensiones en su país sin parangón hasta la fecha en Europa.

Por el contrario, los países que han mantenido situaciones presupuestarias saneadas (Austria, Bélgica, España, Irlanda, Finlandia y Luxemburgo) han demostrado una mayor capacidad para hacer frente a la ralentización de los ritmos de crecimiento. De esta forma, los efectos positivos de la contención del gasto y la continua reducción de la carga financiera de la deuda compensarán los efectos negativos del escaso crecimiento económico, permitiendo además aplicar recortes impositivos que contribuirán a acelerar la actividad económica.

Por lo tanto, la vigencia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento favorece la estabilidad económica y contribuye a dotar de mayor credibilidad y eficacia a una política monetaria orientada a la estabilidad de precios. Además, el equilibrio de las cuentas públicas permitirá a los gobiernos europeos disponer de un cierto margen de maniobra a la hora de afrontar los desafíos presu-

---

<sup>8</sup> Como hemos señalado más arriba, una tasa de inflación en el área del euro inferior al 2% en términos del IAPC.

puestarios derivados del envejecimiento de la población y los peligros que amenazan a la supervivencia de los sistemas públicos de pensiones tal y como están concebidos en la actualidad.

2) Un segundo riesgo, íntimamente relacionado con el anterior, se deriva de los limitados avances realizados en la reforma estructural de las finanzas públicas, que debe combinar reducciones del gasto con recortes impositivos y un saneamiento presupuestario, reforzando de esta forma la actuación de los estabilizadores automáticos.

Desde la vertiente de la reducción del gasto, hay que replantearse qué bienes y servicios públicos son estrictamente necesarios para el aumento del producto potencial, así como las medidas encaminadas a reducir los desincentivos al trabajo resultantes de los programas de sostenimiento de rentas (BCE, 2003).

3) El mantenimiento de las rigideces estructurales existentes en la zona euro pueden impedir un ajuste adecuado de precios y salarios. En el Consejo Europeo de Lisboa, celebrado en marzo de 2000, se reconoció la importancia de modificar el marco regulador a partir de la elaboración de un calendario que recogiera las diversas reformas encaminadas a transformar a la Unión Europea en una economía más competitiva basada en el conocimiento. Sin embargo, el debilitamiento económico no ha facilitado la puesta en práctica de las mismas. En concreto, debemos plantear la necesidad de profundizar en los siguientes ajustes:

a) Para mejorar las condiciones existentes en el mercado de trabajo deben introducirse modificaciones en los sistemas impositivos y de protección social que estimulen a las personas a buscar empleo: mejorar la eficacia de las políticas activas; reducir los obstáculos a la movilidad funcional y geográfica; flexibilizar la organización del trabajo, haciéndola compatible con la estabilidad en el empleo, y fomentar la incorporación de la mujer al mercado de trabajo, reduciendo la discriminación a través de medidas más rigurosas de la Inspección de Trabajo frente a las diferencias salariales existentes entre hombres y mujeres que realizan la misma prestación.

- b) No se han aplicado de forma suficiente reformas en los sistemas de pensiones.
- c) En los mercados de productos, debe producirse el pleno establecimiento del mercado interno, el fortalecimiento de la competencia, con una reducción de las subvenciones públicas, y la aceleración de las reformas de las industrias de red (sector de telecomunicaciones).

4) Por lo que respecta al objetivo de estabilidad de precios, hay que señalar que las decisiones de política monetaria del BCE se fundamentan en las condiciones existentes en el área euro en su conjunto, y no las prevalecientes en áreas específicas. Esto no debe suponer, en ningún caso, que el BCE deba dejar de lado el análisis de los diferenciales de inflación existentes entre los distintos países de la eurozona, con los riesgos que dicha situación podría generar sobre la competitividad de los más inflacionistas. En este punto hay que volver a hacer referencia a la necesaria independencia de actuación del Banco Central, para evitar que las presiones de las autoridades de países con gran peso específico en la UE, como Alemania y Francia, con tasas de crecimiento muy bajas o incluso nulas, traten de buscar la reactivación económica exclusivamente a través de la rebaja de los tipos de interés y políticas fiscales expansivas, sin poner en marcha los ajustes de carácter estructural necesarios, perjudicando a aquellas economías que, como España, disfrutaban de mayores tasas de crecimiento como consecuencia del rigor presupuestario aplicado.

Hay que señalar, no obstante, que en 2002, respecto a 2001, apenas se han incrementado los diferenciales de inflación de los países de la zona euro. Las diferencias existentes se debieron, entre otros factores, al distinto impacto que sobre las diversas economías tuvieron las perturbaciones que afectaron a los precios de los alimentos y la energía, la distinta evolución experimentada por los costes laborales unitarios, y las variaciones en los precios administrados y los impuestos indirectos (Martínez y Myro, 2003).

5) La evolución observada en la estrategia de política monetaria adoptada por el BCE ha supuesto, como antes dijimos, el cambio de la diseñada inicialmente, de carácter indirecto, basada en el control de la evolución del agregado monetario M3, que

se convertía en el objetivo intermedio de dicha política<sup>9</sup>, hacia una estrategia basada en el seguimiento más directo de objetivos de inflación. En los próximos años parece que esta estrategia se verá reforzada. En este sentido, el BCE deberá analizar con detalle los cambios que se están produciendo en los sistemas financieros de los países europeos: así, la reestructuración habida y en curso en el sector bancario ha introducido una mayor eficacia en los mercados bancarios y una fijación de precios más competitiva, explicando el aumento de la velocidad del proceso de transmisión de las variaciones de los tipos de interés de mercado hacia los tipos de los préstamos bancarios.

6) Por último, cabría señalar que la incertidumbre respecto al riesgo de crédito puede reforzar la idea de que el BCE deba asumir mayor protagonismo en las funciones de supervisión y control de las entidades de crédito, que hoy en día están atribuidas a las respectivas autoridades supervisoras nacionales (Parejo y Algarra, 1999).

Las ideas expuestas en los párrafos precedentes tratan de fundamentar cuál debe ser la verdadera función del SEBC, a partir de la exigencia del propio Tratado de la Unión Europea, que señala que debe coadyuvar al logro de los objetivos de la política económica general. Sin embargo, no debemos olvidar que el propio Tratado establece que las acciones del BCE no deberán «poner en peligro el objetivo de la estabilidad de precios». Por lo tanto, la mejor contribución que debe hacer nuestro Banco Central al logro de los objetivos de política económica general europea es centrarse en el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, creando un marco de estabilidad que contribuya a alargar el ciclo en las etapas de expansión económica, permitiendo de esta manera que el resto de políticas sean más eficaces en épocas de crisis, y reforzando simultáneamente la puesta en práctica de medidas de carácter estructural que contribuyan a flexibilizar nuestras economías.

---

<sup>9</sup> Dicha estrategia fue calificada como mixta, por cuanto prestaba también atención a diversos indicadores adelantados de política monetaria. No obstante, su diseño obedecía a la estrategia seguida por el Bundesbank, como consecuencia de la gran credibilidad del Banco Central alemán en la lucha contra la inflación y los resultados positivos obtenidos en el logro de este objetivo.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE): *Informes Anuales* 2002, 2001 y 2000
- (2002): «La política monetaria única en la zona del euro: Documentación general de los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», *Boletín Mensual*, abril, Frankfurt.
- (2002): «Convergencia de los niveles de precios y competencia en la zona euro», *Boletín Mensual*, agosto, Frankfurt.
- BANCO MUNDIAL (1992): *Informe sobre el desarrollo mundial: la tarea acuciante del desarrollo*, Washington.
- BLINDER, A. (1993): «Why Are Prices Sticky. Preliminary Results from an Interview Study», en *Optimal Pricing, Inflation and the Cost of Price Adjustment*, SHESHINSKI, E. y WEISS (eds.), MIT Press, Cambridge.
- CALVO, A.; RODRÍGUEZ SAIZ, L.; PAREJO GÁMIR, J.A. y CUERVO, A. (2003): *Manual del Sistema Financiero Español*, 16.ª edición, Ed. Ariel, Barcelona.
- CANZONERI, M. y DIBA, B. (1997): «Restricciones fiscales a la independencia de los bancos centrales y la estabilidad de precios», en *La política monetaria y la inflación en España*, Servicio de Estudios del Banco de España, Alianza Economía, Madrid.
- DE BONDT, G. (2002): «Retail Bank Interest Rate Pass-Through: New Evidence at the Euro Area Level», BCE, *Documento de trabajo* n.º 136, Frankfurt.
- FERNÁNDEZ CORNEJO, J.A. y ALGARRA, A. (2000): *El mercado de trabajo en la Unión Europea: Fundamentos teóricos y políticas de empleo*, Ed. Pirámide, Madrid.
- FERNÁNDEZ DÍAZ, A.; PAREJO GÁMIR, J.A. y RODRÍGUEZ SÁIZ, L. (2002): *Política Económica*, 3.ª edición, Ed. McGraw-Hill, Madrid.
- FERNÁNDEZ DÍAZ, A.; RODRÍGUEZ SÁIZ, L.; PAREJO GÁMIR, J.A.; GALINDO, M.A. y CALVO, A. (2000): *Política monetaria: su eficacia y enfoques alternativos*, tomo I, Ed. AC, Madrid.
- L'HOTELLERIE-FALLOIS, P. (1997): «El análisis de la inflación desde la óptica de la política monetaria», en *La política monetaria y la inflación en España*, Servicio de Estudios del Banco de España, Alianza Economía, Madrid.
- MALO DE MOLINA, J.L. (1997): *La política monetaria y la inflación en España: introducción*, Servicio de Estudios del Banco de España, Alianza Economía, Madrid.

- MARTÍNEZ, J. y MYRO, R. (2003): *Diferenciales de inflación y convergencia de precios en la Unión Monetaria Europea*, en *Economistas*, n.º 97, Colegio de Economistas de Madrid.
- MULLIGAN, C. y SALA I MARTÍN, X. (1996): «Adoption of Financial Technologies: Implications for Money Demand and Monetary Policy», *Discussion Paper* 1358, Center for Economic Policy Research.
- PAREJO GÁMIR, J.A. y ALGARRA, A. (1999): «La política financiera en un proceso de integración monetaria», en *Fundamentos y papel actual de la política económica*, dirigida por FERNÁNDEZ DÍAZ, Ed. Pirámide, Madrid.
- PAREJO GÁMIR, J.A.; CALVO, A. y PAUL, J. (1993): *La política económica de reformas estructurales*, Ed. Ceura, Madrid.
- VIÑALS, J. (1997): «Política monetaria e inflación: de la teoría a la práctica», en *La política monetaria y la inflación en España*, Servicio de Estudios del Banco de España, Alianza Economía, Madrid.