



**LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA
EN LA UNIÓN EUROPEA**

RAFAEL PAMPILLÓN OLMEDO

nº1- 2000

RAFAEL PAMPILLÓN OLMEDO
Catedrático de Política Económica
Universidad San Pablo-CEU

Septiembre de 2000

El Instituto de Estudios Europeos de la Universidad San Pablo-CEU, Polo europeo Jean Monnet, es un Centro de investigación especializado en temas europeos cuyo objetivo es contribuir a un mayor conocimiento y divulgación de los temas relacionados con la Unión Europea.

Los Documentos de Trabajo dan a conocer los proyectos de investigación originales realizados por los investigadores asociados del Instituto Universitario en los ámbitos histórico-cultural, jurídico-político y socioeconómico de la Unión Europea.

Serie de Documentos de Trabajo del Instituto de Estudios Europeos.

“LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA EN LA UNIÓN EUROPEA”.

No está permitida la reproducción total o parcial de este trabajo, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito de los titulares del copyright.

Derechos Reservados © 2000, por Rafael Pampillón Olmedo.

Derechos Reservados © 2000, por Instituto de Estudios Europeos de la Universidad San Pablo-CEU.

C/ Julián Romea, 22 - 28003 Madrid

e-mail: idee@ceu.es

URL: <http://www.ceu.es/idee.htm>

ISBN: 84-95219-79-4

Depósito legal: M.38759-2000

Diseño de cubierta: Encarnación Navarro.

Compuesto e impreso en Docutech.

LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA EN LA UNIÓN EUROPEA

RAFAEL PAMPILLÓN OLMEDO
Catedrático de Política Económica
Universidad San Pablo-CEU

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	4
2. SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES.....	5
3. FIJACIÓN DE OBJETIVOS.....	10
4. ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA.....	12
5. INSTRUMENTOS DE LA POLÍTICA COMERCIAL.....	24
ANEXO I.....	30
ANEXO II.....	31
BIBLIOGRAFÍA.....	32

1. INTRODUCCIÓN

Desde que el 12 de Junio de 1985 se firmó el Tratado de Adhesión de España a la entonces llamada Comunidad Económica Europea y que, finalmente entró en vigor el 1 de Enero de 1986, se han sucedido un gran número de cambios, especialmente en lo que se refiere a la política económica y más concretamente a la política monetaria.

Cuando España accede en 1986 a la CEE, se le deja total libertad para la incorporación de la peseta al Sistema Monetario Europeo. Finalmente ésta se acaba produciendo en Junio de 1989. Sin embargo, la moneda española no entra con el mismo rigor cambiario que el resto de los países, cuya banda de fluctuación para sus tipos de cambio se estableció en $\pm 2.25\%$, sino que se establece en el caso de la peseta en el $\pm 6\%$. Como consecuencia de las llamadas “tormentas monetarias”, esta banda tuvo que ser ampliada en 1993, al $\pm 15\%$ debido a las continuas devaluaciones unilaterales que se producían.

En 1995, se decidió finalmente dar a la política monetaria una mayor firmeza e independencia contribuyendo así a la estabilidad macroeconómica de la economía. Esto se concretó para el caso de España en la “Ley de Autonomía del Banco de España” de 1995, donde se definió la estabilidad de precios como el objetivo más importante de la política monetaria, así como la total independencia del Banco de España. Quedaban por tanto total y definitivamente separadas ya Política Monetaria y Política Fiscal.

A finales de 1997 todos los países del área EURO tuvieron que presentar sus “Planes de Convergencia”, con el objeto de verificar el grado de cumplimiento de los criterios¹ establecidos en el Tratado de Maastricht en 1992, para poder acceder a la “Unión Monetaria el 1 de Enero de 1999. Sin embargo, aunque se dio un alto grado de cumplimiento, el requisito de deuda sólo fue alcanzado por tres países (Francia, Finlandia y Luxemburgo), pero la Comisión consideró que el esfuerzo realizado en este sentido había sido satisfactorio. El caso del déficit público, fue también uno de los objetivos más difíciles de cumplir, dada la

¹ La inflación no debía superar en más de 1.5% el promedio de las tasas de los tres países con menor inflación de la UEM. Los tipos de interés a largo plazo no debían superar en más de dos puntos porcentuales el promedio de los tipos de los tres países con inflación más baja. El déficit público no debía superar el 3% del PIB. La deuda pública no debía superar el 60% del PIB. Los tipos de cambio, debían haberse mantenido estables, sin tensiones significativas, dentro de las bandas establecidas por el SME durante un periodo de al menos dos años antes del consejo celebrado en Mayo de 1998.

rigidez a la baja del gasto público y que implicaba la congelación de los gastos sociales de los Estados miembros. Sin embargo, algunos países como España se beneficiaron de la fase alcista del ciclo económico para conseguir una mayor recaudación vía impuestos, lo que facilitó el cumplimiento de dicho objetivo.

En 1999, España se encuentra inmersa en la Tercera Fase de la Unión Monetaria, donde sus mayores retos son verificar la capacidad de la política monetaria para generar confianza y estabilidad económica en los mercados, así como el comportamiento del euro frente al dólar, las dos monedas más fuertes en el contexto internacional.

2. SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), está constituido por El Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales de los Estados Miembros de la Zona Euro también llamada “Eurolandia”. Sin embargo, sólo hay once Bancos Centrales dentro del SEBC² faltando aquellos países que por razones diversas no se han incorporado a esta primera fase del euro. En el “Informe de Convergencia 2000” de la Comisión Europea se señala que Grecia ha obtenido ya “un alto grado de convergencia sostenible”, por lo que podrá formar parte de la UEM. En cambio, se afirma también que “no debe haber cambio alguno en la situación de Suecia como Estado miembro acogido a excepción”, ya que sigue sin cumplir el criterio del tipo de cambio, y no ha adaptado su legislación al Tratado y los Estatutos del SEBC:

- Reino Unido no se había integrado por propia decisión.
- Dinamarca respetó el resultado del referéndum celebrado en 1993.
- Suecia decidió no entrar poniendo como disculpa la no participación de su moneda en el Sistema de tipos de cambio del SME. Tampoco modificó su legislación para que su Banco Central fuera independiente.
- Grecia no cumplía los criterios de convergencia anteriormente explicados.

El SEBC, también denominado “Ecosistema”, queda actualmente como se indica en el cuadro:

² Aunque los 4 bancos centrales de los países out forman parte del Consejo General.

SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES



BANCO CENTRAL EUROPEO

Consejo General
Consejo de Gobierno
- Presidente
- Vicepresidente
- Consejeros
- Presidentes de Los Bancos Centrales
Comité ejecutivo
- Presidente
- Vicepresidente
- Consejeros

BANCOS CENTRALES

4 B. Centrales "out"
Banque National de Belgique
Deutsche Bundesbank
Banco de España
Banque de France
Bank of Ireland
Banca D'Italia
Banque Centrale du Luxembourg
De Nederlandsche Bank
Oesterreichische Nationalbank
Banco de Portugal
Suomen Pankki

BANCO CENTRAL EUROPEO

Los bancos centrales de los Estados miembros son las mismas instituciones que tenían antes los respectivos Estados, aunque sus funciones han cambiado radicalmente dentro del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Sin embargo, el Banco Central Europeo es un organismo nuevo con personalidad jurídica propia. Dentro de éste podemos distinguir:

- Consejo de Gobierno. Está formado por el Presidente y Vicepresidente del BCE y cuatro consejeros³, así como los Gobernadores de los Bancos Centrales de los Estados que pertenecen a la Unión Económica y Monetaria (UEM). Establece las líneas

³ Estos consejeros fueron designados en el Consejo de Jefes de Estado y de Gobierno de la UE el 1 de Mayo de 1998. Se eligieron un alemán, un italiano, un español y una finlandesa, reflejando un equilibrio económico y social entre los países de la UE.

generales de la Política Monetaria, así como los diferentes criterios, en base a los cuales se desarrollará la misma.

- Comité ejecutivo. Está formado por todos los miembros del Consejo de gobierno excepto los Gobernadores de los Bancos Centrales de los Estados. Como su nombre indica es el órgano ejecutor de la Política Monetaria siguiendo las directrices marcadas por el Consejo de Gobierno.

Cabe además destacar que el Banco Central Europeo nace con una independencia clara de cualquiera de los Estados miembros y de sus gobiernos, debiendo únicamente ser fiscalizada su gestión por el Parlamento Europeo. Así, los miembros del Comité Ejecutivo son elegidos por unos periodos obligatorios de permanencia en el cargo que no coinciden con los de Gobierno de los respectivos Estados, y se les exige una dedicación exclusiva a su cargo.

En la constitución del Banco Central Europeo, han participado todos los Estados miembros. Nace con un capital de 4.000 millones de euros, aportados por los diferentes países en función de dos criterios, ponderados al 50% cada uno de ellos:

- Porcentaje de población de cada Estado sobre el total de población de la UE.
- Porcentaje del PIB de cada Estado sobre el PIB total de la UE.

SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES

La división de responsabilidades dentro del SEBC, también ha quedado claramente definida. Así mientras será el Banco Central Europeo el que tomará las decisiones de Política Monetaria referentes a fijación de tipos de interés, definición del objetivo de inflación e intervención en los diferentes mercados, serán después los Bancos Centrales de los Estados los que harán de brazo ejecutor y puesta en práctica de dichas decisiones. Más concretamente las responsabilidades que el Tratado de Maastricht asignó al SEBC fueron:

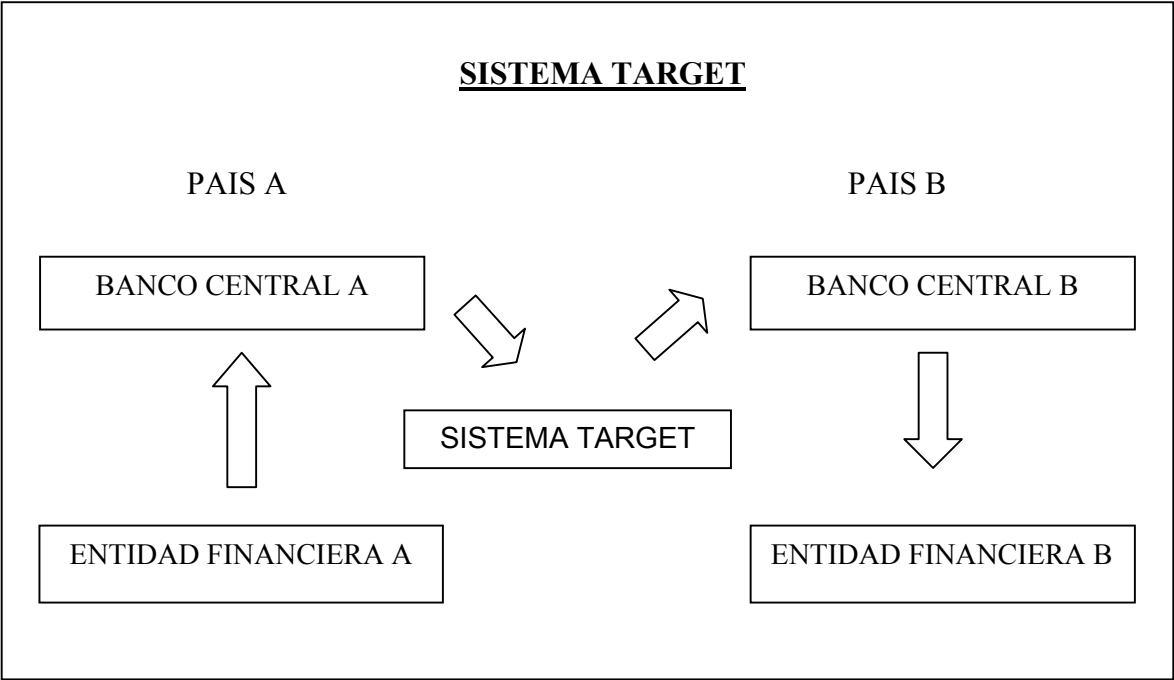
- Instrumentación de la Política Monetaria.
- Mantenimiento y gestión de las reservas oficiales de divisas.
- Promoción del buen funcionamiento de los sistemas de pago.
- Realización de las operaciones necesarias en los mercados cambiarios.

Se ha conseguido de esta manera un sistema centralizado en la toma de decisiones, pero al mismo tiempo descentralizado en la ejecución de las mismas. La única excepción es que el Banco Central Europeo se reserva el derecho de intervenir directamente en los mercados en situaciones que se consideren excepcionales. Este sistema requerirá un alto grado de coordinación para que pueda ser eficiente, ya que hay que tener en cuenta que los Bancos Centrales de cada Estado miembro tienen diferentes estructuras y una inercia propia en el que hacer diario en sus respectivos Estados.

SISTEMA TARGET

Para facilitar el correcto funcionamiento del sistema de pagos se ha creado el sistema TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer). Éste no es más que un sistema de interconexión, a través del cual se relacionan los sistemas de pagos de las instituciones financieras de los diferentes países en tiempo real, donde cada pago se liquida de forma individual, no existiendo la posibilidad de compensación de los mismos, una vez que el pago ha sido comunicado.

Para un mayor detalle del funcionamiento del TARGET puede verse el siguiente cuadro:



Las entidades de crédito seguirán manteniendo sus cuentas en los Bancos Centrales. Cuando una orden es procesada por una entidad de crédito, ésta se transmite al Banco Central de su Estado el cual, tras verificar si tiene saldo o garantías en su defecto, transmitirá la orden al país de destino a través del Banco Central del mismo.

PRINCIPIOS DE TRANSPARENCIA Y RENDICIÓN DE CUENTAS

El Tratado de Maastricht establece unas estrictas obligaciones informativas y de transparencia al Eurosistema. Teniendo en cuenta que una política monetaria es tanto más eficaz cuanto más creíble sea, el Eurosistema se compromete incluso a sobrepasar las obligaciones establecidas por el Tratado en este sentido. Estos dos principios (información y transparencia) se cumplen a través del uso de varias formas de comunicación, siendo éstas:

- Ruedas de Prensa ofrecidas después de cada reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, donde se hará una evaluación de la situación económica general, así como las perspectivas de precios.
- Boletines mensuales en donde se analiza la situación económica general y de los mercados financieros, así como otros temas de actualidad de la Política Monetaria.
- Informes trimestrales presentados al Parlamento Europeo para su evaluación, así como al Consejo de Ministros y Comisión de Comunidades Europeas.
- Informe anual sobre las actividades principales del Eurosistema.
- Balance del Eurosistema con periodicidad semanal.
- Documentos de Trabajo y demás análisis técnicos realizados por personal del BCE, que no sólo estarán orientados a la Política Monetaria Única, sino a temas de carácter más general y de actualidad de política económica, como por ejemplo el desempleo.

A través de todo este sistema de información, el Eurosistema se compromete a generar la mayor transparencia posible, apoyando así la credibilidad de que su política está realmente orientada a la estabilidad de precios.

3. FIJACIÓN DE OBJETIVOS

El Tratado de Maastricht establece claramente que el objetivo último de la Política Monetaria *será la estabilidad de precios*. Éste es remarcado en varios artículos de dicho Tratado:

Artículo 105.

*“El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales será **mantener la estabilidad de precios**. Sin perjuicio de este objetivo, el Eurosistema apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad con el fin de contribuir a la realización de los objetivos comunitarios establecidos en el artículo 2”.*

Artículo 2.

*“La Comunidad tendrá por misión promover un desarrollo armonioso y equilibrado de las actividades económicas en el conjunto de la Comunidad, **un crecimiento sostenible y no inflacionista** que respete el medio ambiente, un alto grado de convergencia de los resultados económicos, un alto nivel de empleo y de protección social, la elevación del nivel y de la calidad de vida, la cohesión económica y social y la solidaridad entre los Estados Miembros”.*

Artículo 3.

*“Para alcanzar los fines enunciados en el artículo 2, la acción de los Estados miembros y de la Comunidad incluirá la definición y la aplicación de una política monetaria única, cuyo **objetivo primordial sea mantener la estabilidad de precios** y, sin perjuicio de dicho objetivo, el apoyo a la política económica en general de la Comunidad”.*

La fijación de dicho objetivo, se basa en la creencia de que si dentro del Eurosistema se consigue mantener la estabilidad de precios, ésta será la mayor aportación de la Política Monetaria a la consecución de los objetivos económicos generales de la economía. Mantener un nivel de inflación controlada, y predecible, creará una senda sobre la que desarrollar el crecimiento económico y la mejora del nivel de vida de los ciudadanos europeos en términos

de renta y empleo. Queda por tanto justificado, con los argumentos que a continuación se desarrollan, la estabilidad de precios como objetivo último.

VENTAJAS DE LA ESTABILIDAD DE PRECIOS

Se trata básicamente de eliminar los efectos negativos de la inflación (o deflación) no anticipada por los agentes, a través de una senda de crecimiento de precios estable y que no introduzca incertidumbre, ya que ante dicha falta de expectativas los agentes tienden a desviar fondos para protegerse contra la misma produciéndose un alto coste de oportunidad en la economía, debido a que dichos fondos no se utilizan en empleos productivos.

Concretamente:

- Elimina o reduce la prima de riesgo incorporada a los tipos de interés. Los agentes, ante la incertidumbre, incorporan dicha prima lo que hace que se incrementen los tipos reales desincentivando el consumo y la inversión.
- Mejora la transparencia en el mecanismo de precios relativos tanto internamente en la economía, como de cara al exterior. La inflación distorsiona dicho mecanismo con la elevación de los precios por la propia elevación del nivel general (por ejemplo, indiciación de las rentas) y no por razones económicas (de oferta y de demanda). Por tanto la estabilidad produce una asignación más eficiente de los recursos y por ello un aumento de la eficiencia en el conjunto de la economía.
- Reduce las distorsiones que se introducen en los sistemas impositivos y en los sistemas de prestaciones sociales. Concretamente, en los sistemas impositivos la distorsión se produce por el incremento de la renta nominal tanto de las personas como de las empresas. El único efecto de la inflación provoca en el caso de los impuestos que, por ser progresivos en el caso de las personas físicas, el sujeto pasivo salte de un tramo a otro de la escala impositiva, sin que se haya producido un incremento de su renta real. En el lado de las empresas, éstas obtienen en términos nominales un mayor beneficio, que nuevamente no se corresponde con el incremento en términos reales, con lo cual el sistema impositivo detrae fondos susceptibles de ser dedicados a fines más productivos.

Por lo tanto, el fin prioritario es la estabilidad de precios, lo que garantiza y contribuye a alcanzar los objetivos de crecimiento de la economía en general en términos de renta y empleo.

Sin embargo, una vez vistos los efectos positivos de la estabilidad de precios es necesario delimitar qué se entiende por dicha “estabilidad de precios”. Para cuantificarla, ha sido definida por el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo como un incremento interanual por debajo del 2% del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC)⁴, manteniéndose esta estabilidad en el medio plazo.

Se dice claramente “por debajo”, situando el 2% del IAPC como techo máximo compatible con la estabilidad de precios perseguida. Además se habla de “incremento”, es decir, las deflaciones o caídas generalizadas y prolongadas del IAPC tampoco se consideran acordes con la estabilidad de precios.

La orientación a medio plazo del objetivo de estabilidad de precios refleja la inexistencia de control de los precios a Corto Plazo por parte del Eurosistema, como por ejemplo la elevación de los precios de las importaciones. Es decir, el Eurosistema trata de garantizar la estabilidad de los precios a Medio Plazo que es cuando realmente puede tener control sobre éstos. Además una visión de Medio Plazo no introduce incertidumbre sobre la actuación inmediata del Banco Central Europeo sobre los tipos de interés ante situaciones imprevistas que tiendan a elevar el IAPC, evitando introducir incertidumbres que tenderían a ser anticipadas por los mercados, provocando inestabilidad.

4. ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

El objetivo último de la Política Monetaria del Eurosistema, como ya se ha comentado, es la estabilidad de precios a medio plazo. Sin embargo, las decisiones de Política Monetaria de los Bancos Centrales no afectan de manera directa al nivel de precios, ya que existen numerosos canales de transmisión entre la adopción de dichas medidas y la

⁴ El IAPC es un intento de homogeneización de los distintos IPC de los Estados miembros.

modificación del nivel general de precios. Además, algunos de estos canales son más rápidos que otros, afectan de una manera más o menos directa a los precios y sus efectos pueden a su vez ser más o menos predecibles. Por otro lado, dichos mecanismos de transmisión están sujetos también a continuos cambios debido a la evolución de la economía en general, así como a los mercados financieros.

Por todo ello, las decisiones de Política Monetaria deben encuadrarse dentro de lo que se conoce como Estrategia de Política Monetaria, que se puede definir como una “descripción coherente de cómo se van a adoptar las decisiones de Política Monetaria en función del comportamiento observado de diferentes variables dentro de la economía, orientada en todo momento a la consecución del objetivo último de la estabilidad de precios”.

La Estrategia de Política Monetaria ha de cumplir dos funciones básicas:

- Marcar de forma clara cuál va a ser el proceso de toma de decisiones. Éste se basa primero en un flujo de información necesario con el que poder realizar los análisis correspondientes y segundo, que concluya en unas decisiones de Política Monetaria coherentes.
- Sistema de comunicación continua y transparente con el público y los mercados. Como ya se ha dicho, una política monetaria es tanto más eficaz cuanto más creíble resulta para los agentes económicos, es decir, no sólo se debe fijar como objetivo la estabilidad de precios e intentar conseguirla, sino que debe generar la suficiente confianza en los agentes para que éstos incorporen este objetivo como una realidad, dado que es seguro que dicho objetivo será alcanzado, mostrando así el total compromiso del Banco Central Europeo con este objetivo.

Por tanto, la estrategia de Política Monetaria tiene que ser acorde en todo momento con los siguientes criterios:

- Eficacia. De ella deben resultar decisiones de Política Monetaria adecuadas para lograr el objetivo de estabilidad de precios.

- La estrategia debe ser creíble, es decir, que no exista ninguna incertidumbre sobre si se cumplirán o no los objetivos marcados.
- La estrategia ha de cumplir en todo momento el principio de transparencia.
- Es necesario que cumpla también el principio de rendición de cuentas.
- Debe ser en todo momento coherente con la independencia institucional que caracteriza al sistema.
- Básicamente, las distintas estrategias de Política Monetaria se distinguen por la utilización o no de alguna variable como objetivo intermedio, por lo que a continuación nos ocupamos de este problema.

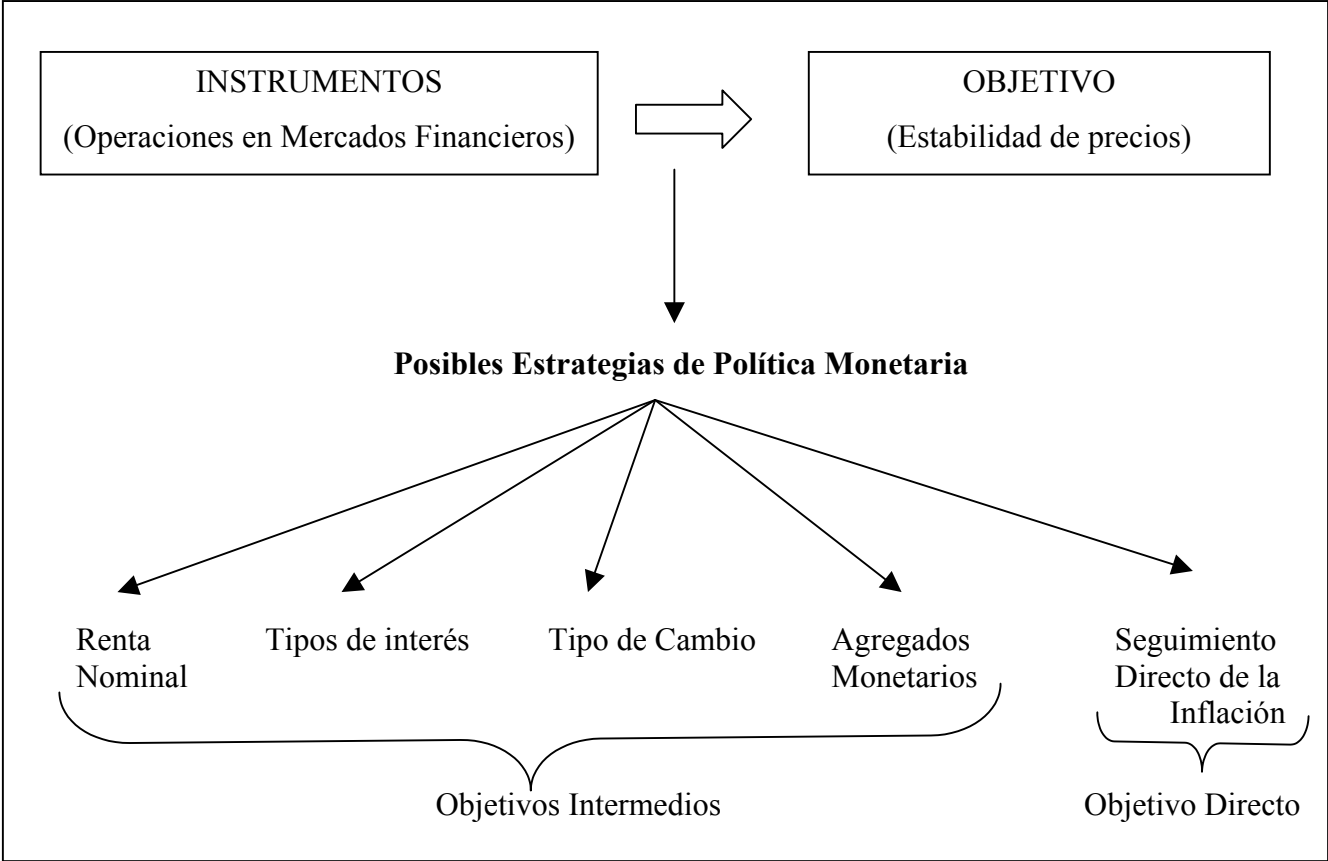
OBJETIVO INTERMEDIO DE POLÍTICA MONETARIA

El objetivo último de la Política Monetaria es la estabilidad de precios a medio plazo. Para ello los bancos centrales y también el Sistema Europeo de Bancos Centrales cuentan con una serie de instrumentos, que más adelante se explicarán en detalle, con los que alcanzar dicho objetivo final.

Sin embargo, en muchos países los Bancos Centrales se proponen conseguir lo que se denominan “objetivos intermedios” de Política Monetaria. La lógica de esta forma de proceder es que, como se ha dicho anteriormente, los instrumentos con los que cuenta un Banco Central no pueden afectar directamente al índice general de precios. Por ello, se pueden fijar objetivos intermedios que se controlan directamente con los instrumentos con los que cuenta el Banco Central, y que se relacionan al mismo tiempo de forma predecible con el objetivo último, lo cual requiere una conexión sólida y estable entre el objetivo intermedio y el objetivo último. Estos objetivos intermedios normalmente son: la renta nominal, el tipo de cambio, los tipos de interés a largo plazo y los agregados monetarios.

Por tanto, puede distinguirse entre una estrategia basada directamente en el control del objetivo final (estabilidad de precios en la UEM) y otra basada en la utilización de cualquiera

de las 4 variables anteriores como objetivo intermedio. En el siguiente cuadro se puede ver un resumen de posibles estrategias de política monetaria:



Respecto a la posible utilización por el BCE de cada una de las 4 variables anteriores como objetivo intermedio, hay que tener en cuenta que la relación sólida y estable que ha de existir entre objetivos intermedios y objetivo final es discutible en tres de ellas. Concretamente:

- Renta Nominal. Se define este objetivo como la tasa de crecimiento del PIB a precios corrientes. Sin embargo, además de las dificultades de establecer una tasa de crecimiento suficientemente fiable y de hacer la descomposición de la misma en una tasa de crecimiento de la actividad real y otra de los precios, se conoce con un retraso importante. Por estas razones fue descartada como objetivo intermedio.

- Tipos de interés. Existe una considerable diversidad de tipos de interés dentro del área Euro como para establecer un tipo único de referencia que fuera compatible con el objetivo final de inflación.
- Tipo de cambio. Éste puede considerarse un objetivo intermedio en países relativamente pequeños y muy abiertos, es decir, con una economía muy orientada al exterior, ya que en estos países compensa pagar el coste de condicionar la política monetaria al mantenimiento de un tipo de cambio. Claramente, no es el caso del Area Euro que es una economía grande (una de las dos potencias mundiales en términos de producto, territorio y población) y relativamente cerrada.

Por lo tanto, al BCE le quedaban sólo dos estrategias válidas, es decir, un agregado monetario como objetivo intermedio o el objetivo directo de inflación.

En el primer caso se fija un valor de referencia intermedio de un agregado monetario y el seguimiento del objetivo final se hace a través del crecimiento de la cantidad de dinero en la economía. Establecido dicho valor de referencia, se analizan los efectos sobre el nivel general de precios de posibles variaciones entre este valor y el crecimiento efectivo del agregado, todo ello sin perjuicio del seguimiento también de otras variables fundamentales como el tipo de interés, tipo de cambio, etc..

Éste era el sistema utilizado por el país más fuerte de la zona Euro, Alemania. Sin embargo, en otros países los continuos procesos de innovación financiera provocaron una alteración sistemática en la relación entre la cantidad de dinero y el índice general de precios. Por este motivo los países tendieron a mostrar una cierta preferencia por establecer un objetivo directo en términos de inflación, estableciendo una previsión de inflación y comparándola con los datos efectivamente registrados.

Todos los Bancos Centrales del Area Euro combinaban ambas estrategias, debido a que ambas tienen suficientes elementos en común como para realizar una combinación de las mismas, principalmente porque ambas se basan en expectativas y utilizan un número considerable de variables de apoyo.

La decisión final tenía que ser adoptada por el Banco Central Europeo al inicio de la Unión Monetaria y finalmente, el Banco Central Europeo, el 13 de Octubre de 1998, presentó lo que serían los dos pilares básicos de su estrategia monetaria:

1. Un papel destacado de la cantidad de dinero, estableciendo un valor de referencia para el crecimiento de un agregado monetario amplio.
2. Evaluación continua de las previsiones de crecimiento de los precios y sus riesgos para el mantenimiento de la estabilidad de los mismos en la zona Euro, en función de un conjunto amplio de indicadores.

Es decir, finalmente el Banco Central Europeo se decidió por una estrategia donde el papel fundamental era para el agregado monetario fuertemente condicionado por los datos de inflación, frente a la posibilidad de una Política Monetaria que incidiera directamente en el nivel de precios.

PAPEL DESTACADO DE LA CANTIDAD DE DINERO

La opción del Banco Central Europeo por esta estrategia de Política Monetaria, se ha basado en que la evidencia empírica existente muestra que a medio y largo plazo la inflación es un fenómeno eminentemente monetario, y que por tanto los incrementos de los precios están directamente relacionados a este plazo con crecimientos de la cantidad de dinero por encima del crecimiento potencial de la economía.

Esta relación no es, sin embargo, tan sólida a corto plazo, en el que pueden producirse tensiones inflacionistas por factores diferentes a los monetarios, como por ejemplo: cambios institucionales del sistema bancario, innovación financiera, modificaciones fiscales e incluso variaciones que afectan de forma directa al nivel de precios, tales como un incremento de la imposición indirecta, precios regulados, etc.

Por todo ello, el BCE realiza un control de la cantidad de dinero a medio plazo, analizando a corto plazo las causas de una posible variación y sus efectos sobre el objetivo final.

Más concretamente, el control del crecimiento del agregado monetario por el Banco Central Europeo, tiene tres características fundamentales:

- Tiene que existir una coherencia entre el valor de referencia y la estabilidad de precios, garantizando en todo momento la consecución de la misma. Para ello, es necesaria una relación estable entre ambas magnitudes.
- Las variaciones del agregado monetario que difieran de forma sistemática del valor de referencia establecido, pondrán en peligro la estabilidad de precios a Medio Plazo y requerirán la intervención a través de la Política Monetaria para garantizar dicho objetivo último. La ventaja aquí es clara para las Autoridades Monetarias y muy especialmente para el Banco Central Europeo ya que el crecimiento monetario es conocido antes que la variación de los precios.
- Las desviaciones que se produzcan entre el valor de referencia establecido y el crecimiento del agregado monetario de forma puntual o en el Corto Plazo, no serán tenidas en cuenta por el Banco Central Europeo a efectos de corregirlas. Es decir, no se modificarán los tipos de interés a Corto Plazo para acercar de nuevo el crecimiento del agregado al previsto en el valor de referencia. Por ello se ha establecido un “valor de referencia” y no un objetivo monetario. El Banco Central Europeo analizará, no obstante, todas las variaciones que se produzcan, aunque estas sean a corto plazo, para ver si suponen realmente una amenaza que pueda poner en peligro la estabilidad de precios.
- El Banco Central Europeo ha optado por un valor único frente al establecimiento de un intervalo, con un valor máximo y un valor mínimo entre los que se tendría que situar siempre el crecimiento real del agregado. Ello se debe a que la interpretación que los agentes económicos pueden hacer es que una salida, tanto por arriba como por abajo, de dicho intervalo va a generar una intervención de la Autoridad Monetaria, a través de la modificación de los tipos de interés a corto plazo.

El Banco Central Europeo analizará, no obstante, todas las variaciones que se produzcan, aunque estas sean a corto plazo, para ver si suponen realmente una amenaza que pueda poner en peligro la estabilidad de precios.

DEFINICIÓN DEL AGREGADO MONETARIO

La estrategia de Política Monetaria Europea exige el control de un agregado monetario que contenga una relación estable a Medio Plazo con el nivel de precios, para garantizar así la estabilidad de los mismos.

Ha sido necesaria realizar una labor de homogeneización entre las diferentes clasificaciones y definiciones de agregados monetarios que existían en cada uno de los Estados, para posteriormente definirlos de forma unitaria para el Eurosistema y elegir uno de ellos como objetivo intermedio. Hay que tener en cuenta que la elección de un agregado y no otro se debe a que es necesario elegir aquel que cumpla mejor el objetivo para el que ha sido seleccionado, es decir, que mantenga la estabilidad en su relación con el nivel de precios a Medio Plazo y que a la vez pueda ser controlado adecuadamente, lo cual se dificulta cuando el contenido del agregado es muy amplio.

El Instituto Monetario Europeo creó el concepto de Instituciones Financieras Monetarias (IFM), como paso previo a practicar una Política Monetaria única dentro del Eurosistema. Las IFM engloban tres tipos de instituciones:

- Bancos Centrales de los Estados miembros.
- Entidades de crédito residentes. Son aquellas cuyo negocio principal se base en recibir depósitos y conceder créditos.
- Otras Instituciones Financieras residentes que tienen una mayor disparidad de funciones como hacer inversiones en valores y son básicamente los Fondos de Inversión.

Todas estas instituciones dentro de la IFM tienen la obligación de enviar información periódicamente al Banco Central Europeo para configurar el Balance Consolidado del sector IFM. Esta información ha de suponer al menos el 95% del total del Balance de cada uno de los Estados miembros, pudiendo por tanto excluir el Banco Central de cada Estado a alguna institución relativamente pequeña siempre y cuando cumpla este límite.

Inicialmente se intentaron armonizar en base al criterio de liquidez, sin embargo dada la alta heterogeneidad existente entre los diferentes Estados en lo referente a las definiciones estadísticas utilizadas, así como a sus clasificaciones, esta labor no se pudo llevar a cabo.

El Instituto Monetario Europeo definió los “Requerimientos Estadísticos para la Tercera Etapa de la Unión Monetaria” a cumplir con objeto de realizar la citada armonización, especialmente en los sistemas de información estadística de las diferentes categorías. A partir de aquí sólo restaba el definir los nuevos agregados monetarios para el Eurosistema según la liquidez para los distintos activos. Para definir los nuevos agregados monetarios se tomaron cuatro criterios:

- Transferibilidad. Hace referencia a la mayor o menor facilidad de movilizar fondos a través de facilidades de pago (cheques, transferencias, etc.).
- Convertibilidad. Se basa en el coste y la facilidad de convertir activos en efectivo.
- Vencimiento. Distingue los activos en función del tiempo transcurrido entre el momento de la contratación y el del vencimiento o amortización.
- Período de preaviso. Se basa en el plazo de tiempo que va desde que se muestra la intención de amortizarlo, hasta que ésta se acaba realmente produciendo sin ninguna penalización.

El punto de partida para la definición de los agregados monetarios es el Balance consolidado del IFM. A continuación se muestra dicho Balance con sus diferentes partidas de Activo y de Pasivo:

ACTIVO	PASIVO
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Préstamos ✓ Valores distintos de acciones ✓ Acciones y participaciones ✓ Activos exteriores ✓ Activo Fijo ✓ Otros activos 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Efectivo en circulación ✓ Depósitos de la Administración Central ✓ Depósitos de otras Administraciones Públicas y de otros residentes en el Área ✓ Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mismo ✓ Valores distintos de acciones emitidos ✓ Capital y reservas ✓ Pasivos exteriores ✓ Otros pasivos

El Eurosistema ha definido finalmente, en base a este Balance, tres agregados monetarios, los cuales introducen diferentes grados de liquidez dentro del tipo de activos que cada uno engloba:

- Agregado estrecho (M1). Incluye el efectivo en manos del público y los depósitos con un alto grado de liquidez, es decir los depósitos a la vista.
- Agregado intermedio (M2). Incluye el agregado estrecho, así como los depósitos a plazo de hasta dos años y los depósitos con preaviso de hasta tres meses.
- Agregado amplio (M3). Se incluye el agregado intermedio y otros activos del mercado monetario.

Pasivos	<i>Agregado Estrecho</i> M1	<i>Agregado Intermedio</i> M2	<i>Agregado Amplio</i> M3
Efectivo en circulación	✓	✓	✓
Depósitos a la vista	✓	✓	✓
Depósitos a plazo hasta dos años		✓	✓
Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses		✓	✓
Cesiones temporales			✓
Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mismo			✓
Valores distintos de acciones hasta 2 años			✓

Finalmente el Banco Central Europeo se decidió por fijar el valor de referencia sobre M3, es decir, el agregado más amplio. La elección de este agregado obedece básicamente a que la evidencia empírica ha sugerido que un agregado monetario amplio tiene un comportamiento más estable a largo plazo, además de ser mejor indicador adelantado del nivel de precios que los agregados estrechos, aunque éstos tengan una mayor respuesta o sensibilidad ante las variaciones de los tipos de interés a corto plazo.

Este agregado monetario, además de incluir exactamente lo mismo que los agregados más estrechos, también engloba toda una serie de activos negociables con un grado relativamente alto de liquidez. Esto permite que el traspaso de fondos que realizan los agentes económicos de uno a otro tipo de depósito u activo, no modifique la evolución del M3, ya que

todos están incluidos en dicho agregado. Por tanto, su estabilidad será considerablemente mayor.

Además el Banco Central Europeo está vigilando continuamente el proceso de innovación financiera con objeto de evitar que se produzcan alteraciones perversas en la evolución de la M3.

DETERMINACIÓN DEL VALOR DE REFERENCIA

Una vez elegido el agregado monetario, quedaba establecer cuantitativamente un valor de referencia para dicho agregado. La fórmula utilizada para calcular el valor de dicho agregado fue la conocida como “Ecuación cuantitativa del dinero”, que relaciona el PIB real, el índice de precios, la cantidad de dinero y la velocidad de circulación del mismo.

La expresión general de dicha ecuación es:

$$M \cdot V = P \cdot Y$$

Esta ecuación puede ser expresada en términos de incrementos para ello:

$$\frac{\Delta M}{M} + \frac{\Delta V}{V} = \frac{\Delta P}{P} + \frac{\Delta y}{y}$$

El 1 de Diciembre de 1998 el Banco Central Europeo definió el valor de referencia para el crecimiento de M3, basándose en la ecuación anteriormente expuesta donde los valores que se tomaron en cuenta son:

- La estabilidad de precios fue definida por el Banco Central Europeo como un crecimiento no superior al 2% del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC) para todo el Area Euro. Puntualizar aquí de nuevo que se trata de un “techo máximo”, es decir, existirá estabilidad de precios cuando el crecimiento del IAPC se encuentre por debajo del 2%.

- El crecimiento del PIB real se estableció en torno al 2% o 2,5% anual. Este se fijó en concordancia con las previsiones de los Organismos Internacionales y las previsiones del propio Banco Central.
- La disminución de la velocidad de circulación del dinero* se estableció entre un 0.5% y un 1% anual. Se ha contrastado en el análisis de la tendencia de dicha variable que decrece a diferentes ritmos dependiendo del periodo muestral elegido. Así, durante los años 80 y 90 la caída se situó en torno al 1%, sin embargo, en periodos más actuales se ha ralentizado hasta el 0,5%. Por ello, el Banco Central Europeo se decidió por un intervalo y no por un valor fijo para esta variable.

En función de estos valores, la simple aplicación de la fórmula nos determina un valor de referencia de crecimiento anual para el agregado monetario M3 del 4,5%.

SEGUNDO PILAR DE LA ESTRATEGIA

El análisis de las variables monetarias son una condición necesaria para instrumentar una Política Monetaria adecuada, pero no es suficiente, y se requieren otras variables adicionales reflejo de la actividad real de la economía. Estos indicadores no tienen el mismo papel protagonista que la cantidad de dinero, pero sí tienen un papel importante en lo que se refiere a la previsión de la evolución de precios, así como de los riesgos para la estabilidad de los mismos.

Estos indicadores son de cuatro tipos (indicadores de coyuntura, mercados financieros, encuestas sobre expectativas, de inflación y precisiones de inflación) y, entre otros, incluyen:

- Salarios.
- Tipo de cambio.
- Precios de los valores de Renta Fija.
- Indicadores de Política Fiscal.
- Medidas de la actividad real.

* Número de veces que una unidad monetaria se transforma en venta (se “utiliza”) durante un año.

Alguna de estas variables tiene además la característica de indicador adelantado de la evolución que tendrán los precios en el futuro, como es el caso de los salarios.

5. INSTRUMENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

La variable operativa elegida por el Banco Central Europeo ha sido el tipo de interés a muy corto plazo. Por ello, los instrumentos a utilizar tienen que ser tales que garanticen el nivel adecuado de tipos de interés en el mercado interbancario, que servirán a su vez de referencia al resto de mercados monetarios.

Además, estos instrumentos se han diseñado de tal manera que permitan su efectiva utilización de forma descentralizada por los distintos Bancos Centrales de los Estados miembros. La configuración de estos instrumentos se basa en el principio de la eficiencia operativa, siendo su finalidad fundamental que sirvan de forma clara y adecuada al objetivo último de la Política Monetaria, que es la estabilidad de precios.

Los instrumentos que a este fin se han diseñado son:

- Facilidades Permanentes de crédito y de depósito.
- Operaciones de mercado abierto.
- Coeficiente de caja.

FACILIDADES PERMANENTES DE CRÉDITO Y DE DEPÓSITO

Éste quizás sea el instrumento más novedoso para algunos Bancos Centrales, entre ellos el español, debido a que era utilizado principalmente por el Bundesbank. Una de sus características más destacadas es que la iniciativa en este caso corresponde de lleno a las entidades de crédito de los Estados y no a los Bancos Centrales de dichos Estados.

Con este instrumento lo que se persigue es establecer un límite máximo y mínimo para los tipos de interés a muy corto plazo, formando así un “pasillo” en el que éstos fluctuarán libremente. Esto se consigue básicamente con el “préstamo lombardo” y las “facilidades de depósito”, que serán los que establezcan respectivamente el techo y el suelo de dicho pasillo.

a) Facilidad de Crédito

También conocido como Préstamo Lombardo, otorga el derecho a las instituciones de crédito de los Estados miembros a obtener liquidez de su Banco Central, sin más restricciones que las garantías que estos tendrán que aportar para conseguir los fondos solicitados. Los Bancos Centrales, concederán dichos préstamos con un vencimiento a un día. El tipo de interés de estos préstamos es un tipo penalizado, es decir, es ligeramente superior al de los mercados monetarios, siendo un tipo prefijado y público establecido por el Sistema Europeo de Bancos Centrales. Así, se fija un techo máximo que no superarán los tipos de interés a muy corto plazo, debido a que nadie estará dispuesto a pagar en los mercados secundarios tipos de interés superiores para obtener liquidez. Las solicitudes de fondos pueden realizarse en cualquier momento de la sesión entre las 7,00 de la mañana y las 18,00 los días laborales.

b) Facilidades de Depósito

Es la facultad con la que cuentan las Entidades de crédito de realizar depósitos en los Bancos Centrales en el plazo de un día. En este caso el tipo de interés también estará penalizado, siendo en este caso inferior al de los tipos de interés de depósitos interbancarios y marcando así un suelo para éstos debido a que nadie estará dispuesto a colocar su liquidez allí donde la remuneración de la misma sea inferior a la de mercado. Al ser también éste un tipo prefijado y público fijado por el Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Con la formación de este “pasillo” dentro del cual los tipos a muy corto plazo fluctúan libremente, se pretende dar una señal clara a los mercados de las intenciones de la política monetaria en el medio plazo.

OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

Una vez garantizado que los tipos de interés se mantendrán dentro de dicho “pasillo”, queda ahora por establecer dónde es más conveniente para el sistema que se sitúen los tipos de interés, ya que son la principal variable operativa, realizándose este cometido a través de las operaciones de mercado abierto.

Los objetivos principales de este instrumento son:

- Controlar los tipos de interés.
- Gestionar la liquidez del mercado.
- Señalizar la orientación de la Política Monetaria.

Dentro de este instrumento tenemos varios tipos de operaciones diferentes, concretamente:

- Operaciones principales de financiación.
- Operaciones de financiación a más largo plazo.
- Operaciones de ajuste fino ó “fine-tuning”.
- Operaciones estructurales.

a) Operaciones principales de financiación

Son las más importantes y su objetivo principal es inyectar liquidez en el sistema a través de compraventas temporales de activos y préstamos garantizados mediante subastas semanales y con vencimiento a catorce días. Éstas son muy similares a las subastas decenales que venía realizando tradicionalmente el Banco de España. El tipo de interés de estas operaciones tiene una gran importancia, ya que éste será el tipo de interés de referencia en el Sistema Europeo de Bancos Centrales.

El objetivo último de estas operaciones es la gestión de los tipos de interés. Hasta junio de 2000, de hecho, se realizaron a un tipo de interés fijo. Sin embargo, desde esta fecha se adjudican a un tipo variable para evitar las sobrepujas que se habían producido en el sistema anterior, si bien sí se establece un tipo de interés mínimo.

b) Operaciones de financiación a más largo plazo

La instrumentación de estas operaciones es exactamente igual que la anterior, realizándose con una periodicidad mensual y con plazos de vencimiento de tres meses. Con estas no se pretende, sin embargo, enviar ninguna señal a los mercados, sino simplemente complementan a las subastas semanales, buscando una consolidación de la liquidez en plazos más largos de tiempo.

Para no perturbar la señal de referencia enviada a los mercados por las operaciones principales de financiación se ha acordado que la actitud del Banco Central Europeo sea de “precio aceptante”, aceptando los tipos de interés que se negocian en el mercado.

c) Operaciones de ajuste fino o “fine-tuning”

Puede darse la circunstancia de que en determinadas ocasiones los tipos de interés del mercado se separen de los de referencia, especialmente los días en los que no haya subastas. Para ello, se han previsto estas medidas de ajuste fino cuyo objetivo principal es “reposicionar” los tipos de interés.

Estas operaciones, dada su discrecionalidad, podrán ser realizadas cuando la situación así lo requiera, sin embargo el compromiso es que sólo se acuda a esta herramienta cuando sea estrictamente necesario.

Para realizar dicho ajuste fino existe una diversidad importante de operaciones, tales como “repos”, depósitos a plazo fijo, “swaps” de euros contra dólares, y compraventa de valores hasta el vencimiento.

d) Operaciones estructurales

El objetivo principal de este tipo de operaciones es modificar la posición estructural del sistema bancario frente al Sistema Europeo de Bancos Centrales.

En la medida en que la liquidez de los bancos comerciales dependa de forma mayoritaria de los activos de caja aportados por los Bancos Centrales, éstos tendrán un mayor control sobre los tipos de interés. La función de estas operaciones es evitar que puedan darse situaciones en las que los bancos tengan un exceso de liquidez. Para captar ese excedente de liquidez en el sistema, se llevan a cabo emisiones de certificados de depósito y venta en firme de valores.

EL COEFICIENTE DE CAJA

El coeficiente de caja es la obligación que se le impone a las entidades de crédito de mantener un determinado porcentaje de los activos en caja, es decir, en forma de reservas. Tradicionalmente, éste ha sido uno de los elementos más eficaces de control de la liquidez en el sistema por parte de los Bancos Centrales.

Sin embargo, la decisión de introducir el coeficiente de caja como instrumento de la Política Monetaria común estuvo sujeto a cierta controversia por la distinta tradición de los Estados miembros en cuanto a su utilización como herramienta de Política Monetaria. Así,

mientras Alemania, Francia, Italia y España ya venían utilizando un coeficiente de caja entre sus instrumentos de Política Monetaria, Gran Bretaña, Bélgica, Suecia y Finlandia nunca lo habían utilizado.

Dada la importancia de la decisión, ésta no se dejó en manos del Instituto Monetario Europeo, sino que fue finalmente el propio Banco Central Europeo el que decidió en el Consejo de Gobierno del 7 de Julio de 1998, el establecimiento de un coeficiente de caja a todas las entidades del Area Euro del 2% sobre los pasivos computables.

Quedó igualmente establecido, que la remuneración de los fondos que queden retenidos debido al establecimiento del coeficiente de caja serán remunerados al tipo de interés resultante de las subastas semanales u operaciones principales de financiación.

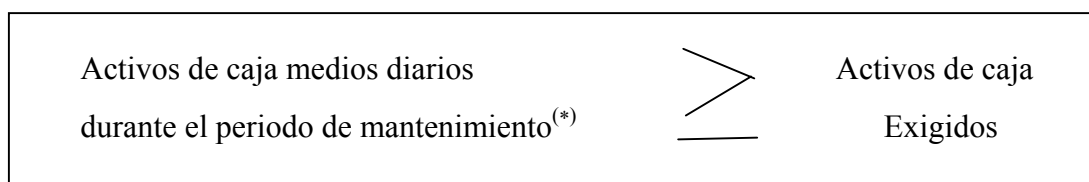
Concretamente estos pasivos computables son:

- Depósitos a la vista.
- Depósitos a plazo.
- Valores distintos de acciones hasta dos años.
- Demás instrumentos del mercado monetario.

No se incluyen como pasivos computables, y por tanto no se tienen en cuenta en el cálculo, los pasivos que las instituciones de crédito tengan con otras entidades crediticias sujetas también al coeficiente de caja.

Se establece de un “mecanismo de promediación” a través del cual las entidades financieras deben cumplir con el coeficiente de caja sobre la base de unos activos de caja medios diarios durante el periodo de mantenimiento, un mes, y no diariamente, introduciendo así una mayor flexibilidad en la gestión de la liquidez diaria de las entidades de crédito. Este mecanismo de promediación hará que las necesidades diarias de liquidez de las entidades de crédito sean más estables.

Por tanto la condición a cumplir en lo que respecta a coeficiente de caja por las entidades financieras será:



(*) El periodo de mantenimiento va desde el día 24 de cada mes hasta el 23 del mes siguiente.

LAS GARANTÍAS Y SU VALORACIÓN

Dentro del ámbito de todos los instrumentos de la Política Monetaria Única, las garantías que los Bancos Centrales requerirán de las entidades financieras para cubrir los riesgos sujetos a la concesión de liquidez, ha sido uno de los temas más controvertidos debido a que en una Política Monetaria Única es necesaria una armonización de dichas garantías en todo el Área Euro. La necesidad de solicitar estas garantías viene respaldada por el alto volumen de liquidez negociado en este sentido

Para ello se ha realizado una clasificación de los diferentes activos de la siguiente manera:

- “Lista 1”. Esta lista ha sido confeccionada por el Banco Central Europeo y se incluyen en ésta los activos más homogéneos. Concretamente, están incluidos en esta lista, las obligaciones y bonos de elevada solvencia, tanto si están denominados en euros como si lo están en la moneda nacional correspondiente, que estén negociados en mercados organizados y que se materialicen mediante anotaciones en cuenta, así como los valores de renta fija con garantías hipotecarias adicionales.
- “Lista 2”. En esta lista lo que se trata es de reflejar las peculiaridades propias de cada Estado miembro. Por ello, no es fijado por el Banco Central Europeo directamente, como en la lista 1, sino que cada Banco Central solicita la inclusión de unos activos concretos, a los cuales el Banco Central Europeo tiene que dar su conformidad. Estos pueden ser acciones, obligaciones, créditos o letras de cambio cuyo nivel de calidad sea similar a los de la lista 1 pero que no estén admitidos a cotización en un mercado organizado.

ANEXO I

INFLACIÓN INTERANUAL^(*)

	UEM	España	Alemania	Francia	Italia
1996	2,2	3,6	1,2	2,1	4,0
1997	1,6	1,9	1,5	1,3	1,9
1998	1,1	1,8	0,6	0,7	2,0
1999	1,1	2,2	0,6	0,6	1,7
ENE	0,8	1,5	0,2	0,4	1,4
FEB	0,8	1,8	0,1	0,3	1,4
MAR	1,0	2,1	0,5	0,4	1,4
ABR	1,1	2,3	0,8	0,5	1,3
MAY	1,0	2,1	0,4	0,4	1,5
JUN	0,9	2,1	0,4	0,3	1,4
JUL	1,1	2,1	0,6	0,4	1,7
AGO	1,2	2,3	0,7	0,5	1,6
SEP	1,2	2,5	0,8	0,6	1,9
OCT	1,4	2,4	0,9	0,8	1,9
NOV	1,5	2,7	1,1	1,0	2,0
DIC	1,7	2,8	1,4	1,4	2,1
2000					
ENE	1,9	2,9	1,9	1,7	2,2
FEB	2,0	3,0	2,1	1,5	2,4
MAR	2,1	3,0	2,1	1,7	2,6
ABR	1,9	3,0	1,6	1,4	2,4
MAY	1,9	3,2	1,5	1,6	2,5
JUN	2,4	3,5	2,0	1,9	2,7
JUL	2,4	3,7	2,0	2,0	2,6
AGO					

(*) Fuente: INE y Eurostat

ANEXO II

INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA^(*)

	Subastas Semanales	Subastas Mensuales	Facilidades Depósito	Facilidades Crédito	Euribor a un mes
1999					
ENE	3,00	3,08	2,00	4,50	3,16
FEB	3,00	3,04	2,00	4,50	3,13
MAR	3,00	2,96	2,00	4,50	3,05
ABR	2,50	2,54	1,50	3,50	2,69
MAY	2,50	2,54	1,50	3,50	2,57
JUN	2,50	2,64	1,50	3,50	2,61
JUL	2,50	2,64	1,50	3,50	2,63
AGO	2,50	2,66	1,50	3,50	2,61
SEP	2,50	2,66	1,50	3,50	2,58
OCT	2,50	3,19	1,50	3,50	2,76
NOV	3,00	3,18	2,00	4,00	3,06
DIC	3,00	3,26	2,00	4,00	3,49
2000					
ENE	3,00	3,28	2,00	4,00	3,15
FEB	3,25	3,60	2,25	4,25	3,36
MAR	3,50	3,78	2,50	4,50	3,59
ABR	3,50	4,00	2,50	4,50	3,80
MAY	3,75	4,40	2,75	4,75	4,15
JUN	4,25	4,49	3,25	5,25	4,37
JUL	4,25	4,59	3,25	5,25	4,41
AGO	4,50	-	3,50	5,50	-

(*) Fuente. BCE.

BIBLIOGRAFÍA

- “*La Política Monetaria y la inflación en España*”. Servicio de Estudios del Banco de España. Ed. Alianza Económica, 1998.
- Boletines Mensuales del Banco Central Europeo. Varios números.
- “*El impacto del Euro en los Mercados Financieros*”. Enrique Vidal-Ribas. Cap. 1 “*El Euro, la moneda del Siglo XXI*”. Carmen Alcaide. Colección de Estudios e Informes del Servicio de Estudios de “La Caixa”, 1999.
- “*El Banco Central Europeo y la Política Monetaria Única*”. Informe Mensual “La Caixa” Septiembre de 1998.
- “*Informe Anual 1998*”. Banco Central Europeo, 1999.
- “*Datos de Inflación Interanual*” Instituto Nacional de Estadística, 2000.
- <http://europa.eu.int/eurostat.html>.
- Informe de Convergencia 2000. Comisión Europea, 2000.