

LA **ESTRATEGIA** DE POLÍTICA **MONETARIA**: EFECTIVIDAD Y **COMUNICACIÓN**. EL **CASO** DEL **BCE**

**CARLOS PATEIRO RODRÍGUEZ*, JOSÉ V. SALCINES CRISTAL
Y JAVIER OROSA GONZÁLEZ**

Resumen

Se analiza la estrategia de política monetaria formulada por el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo a finales de 1998, orientada al objetivo prioritario de la estabilidad de precios. La cuantificación de un objetivo de inflación para el área del euro en un rango estrecho de variabilidad presupone la asunción de una responsabilidad creciente con el grado de precisión del objetivo anunciado. Estrechamente relacionada con tal responsabilidad se encuentra la independencia de la institución monetaria. Sin embargo, al tiempo que se asume que la independencia del Banco Central ha llegado a ser interpretada como un perfeccionamiento del sistema democrático, se enfatiza la importancia que puede tener el establecimiento de una comunicación permanente y clara al objeto de que las expectativas de los agentes sean consistentes con la estrategia de política monetaria orientada a la estabilidad de precios.

Palabras clave: objetivo directo de inflación, Banco Central Europeo, política monetaria.

Clasificación JEL: E42, E52, E58, E61

Recibido: 19 de septiembre de 2001.

Enviado a dictamen: 19 de noviembre de 2001.

Aceptado: 10 de abril de 2002.

Introducción

En las últimas décadas del siglo xx se han producido dos importantes cambios en la conducción de la política monetaria que derivaron en modificaciones sustanciales de los marcos institucionales de las autoridades monetarias. Uno de los cambios se relaciona con la adopción de la estabilidad de precios como principal objetivo de la política monetaria en tanto que el otro hace referencia a la conveniencia de que los Bancos Centrales puedan ejecutar sus estrategias de política monetaria orientadas a aquel objetivo con independencia del poder político. A su vez, dichos cambios tienen un trasfondo histórico y otro determinado por la evolución del análisis económico. El primero arranca de la negativa experiencia inflacionaria de la década de los setenta y el segundo del creciente reconocimiento de que a largo plazo la política monetaria sólo puede controlar de manera sistemática los precios pero no las variables reales como el crecimiento de la producción o del empleo. En términos más precisos, la inflación es a largo plazo un fenómeno monetario.

Fiel a los principios, en 1998, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) hizo públicos los principales elementos de su estrategia de política monetaria orientada a la estabilidad de precios en el área del euro, objetivo prioritario establecido en el Tratado de la Unión Europea (Tratado de Maastricht). El concepto de estrategia de política monetaria orientada a un determinado objetivo ha de transmitir sus efectos a la economía real por medio de los distintos canales de transmisión monetaria. En las últimas décadas se han producido cambios sustanciales en los mercados financieros debido, entre otras causas, al imparable proceso de innovación y desregulación financieras, a los avances en las modernas tecnologías de la telecomunicación y de la informática, y a la mayor libertad de movimiento de los capitales. Tales cambios, que se reflejan en la dificultad para ejercer un adecuado control de los agregados monetarios, pueden haber implicado

* Catedráticos de la Universidad de la Coruña, España. Se agradece a los dictaminadores anónimos sus aportaciones al trabajo original. Si se desea contactar con los autores pueden hacerlo a través de los siguientes correos electrónicos. Carlos Pateiro <cpateiro@udc.es> y Venancio Salcines <jvsc@udc.es>.



modificaciones en el mecanismo de transmisión monetaria, hasta el punto de que los bancos centrales han tenido que decantarse por el control de variables relacionadas más estrecha y directamente con los componentes de mayor dinamismo de la demanda agregada. Estos hechos estarán, sin duda, detrás del establecimiento directo de un objetivo de inflación y de la actuación de las autoridades monetarias mediante el control de los tipos de interés a corto plazo.

Sin embargo, los conceptos de estabilidad de precios y de estrategia de política monetaria son conceptos complejos y, como tales, permiten ser abordados desde distintas perspectivas. A su vez la capacidad de actuación de la institución monetaria con independencia del poder político ha planteado un profundo debate en la literatura económica reciente en torno a tres cuestiones fundamentales: En primer lugar, la independencia del Banco Central y su responsabilidad; en segundo lugar la transparencia y la capacidad de predicción de la política monetaria, y en tercer lugar, la necesaria comunicación eficiente como un requisito previo para las anteriores.

El trabajo se estructura de la siguiente forma: en la siguiente sección se analiza la definición de la estabilidad de precios adoptada por el BCE; posteriormente se analiza la estrategia de política monetaria para después estudiar en sus lineamientos generales la independencia del BCE; la transparencia y la actividad del BCE en el ámbito de la comunicación, reservando la siguiente sexta a la credibilidad de un banco central joven y por último, se resumen las principales conclusiones.

La definición de estabilidad de precios

La propia definición de la estabilidad de precios, que a simple vista parece no resultar problemática, encierra cuestiones diferentes que han merecido un considerable esfuerzo investigador en las últimas décadas. Como señala Issing [2000], aunque el término estabilidad de precios puede ser tomado literalmente como un nivel de precios estable, en la práctica es utilizado también para referirse a una baja y estable inflación. La literatura económica disponible se centra en las tres alternativas posibles.

La primera hace referencia a la deflación en estado estacionario (*steady-state deflation*), estrechamente relacionada con el argumento de Friedman [1969], según el cual, una asignación eficiente de recursos exige un tipo de interés nominal igual a cero. Tanto si se alcanza a través de un lento crecimiento de la cantidad de dinero como de una contracción sostenida de la demanda, conducirá a una sostenida caída del nivel de precios. Algunos autores, como Issing [2000], sostienen que en las tres últimas décadas del siglo xx, las ganancias de productividad en Estados Unidos fueron obtenidas en la forma de menores precios más bien que altos salarios nominales. Encontramos argumentos a favor y en contra de la alternativa de *steady-state deflation* en Okun [1981], que considera la posibilidad de una caída secular de precios en base a la existencia de contratos implícitos y a los modelos de búsqueda de empleo, con salarios nominales fijos; Wolman [1997], que descubre mientras que las ganancias de bienestar derivadas de una reducción de la inflación a cero son significativamente mayores que las derivadas de una reducción a cero del tipo de interés nominal.

La segunda hace referencia a un nivel de precios constante o inflación nula, contexto en el que el dinero como unidad de cuenta se aproximaría más satisfactoriamente a la unidad de poder de compra, [Fisher, 1913]. Dentro de esta segunda alternativa hemos de diferenciar entre los objetivos de inflación cero y de nivel de precios constante. “Esta distinción importa, y la elección entre un objetivo de inflación cero y un nivel de precios constante es vista frecuentemente como un *trade-off* entre la estabilidad del nivel de precios a largo plazo y la estabilidad de la inflación y del output a corto plazo”, [Issing, 2000: 188]. El establecimiento de uno u otro objetivo tiene consecuencias sobre el grado de variabilidad de la inflación. En efecto, para mantener constante el nivel de precios la inflación positiva deberá ser compensada con inflación negativa, en tanto que una inflación cero exige únicamente que la inflación retorne a cero desde valores positivos. Conforme a esta línea argumental, el objetivo de mantener el nivel de precios constante tiene la ventaja de conducir a una menor variabilidad del nivel de precios a largo plazo al coste de una mayor variabilidad de la inflación y del *output* a corto plazo. Investigaciones recientes sostie-

nen, sin embargo, que tal *trade-off* no está claro. En esta línea, Svensson [1999] argumenta que la variabilidad relativa de la inflación en los dos enfoques no es una cuestión resuelta. Gaspar y Smets [2000] sostienen que la mayor variabilidad de la inflación asociada a un objetivo de nivel de precios constante sólo es sostenible en modelos donde los agentes tienen expectativas *backward-looking*, pero una reducción de la variabilidad de la inflación es compatible con dicho objetivo en modelos cuyos agentes son suficientemente *forward-looking*. Para King [1999], este pretendido contraste resulta algo artificial.

La principal ventaja de un objetivo de nivel de precios constante, que se traduce en la mayor certidumbre respecto del nivel de precios a largo plazo, viene a su vez limitada por los costos que tal estabilidad a largo plazo supone en términos de alta variabilidad del producto y de los precios. La adopción de objetivos de inflación cero implican costos. Incluso si no existe *trade-off* entre inflación y desempleo en el largo plazo, pueden surgir *trade-offs* en el corto plazo. Un proceso de desinflación puede tener implicaciones en términos de pérdida del producto y empleo. Estos costos transitorios son medidos en términos de las denominados “costos de oportunidad”, como los calculados por Ball [1994]. Otros trabajos empíricos en este terreno son los de Feldstein [1999] para los Estados Unidos y Toedter y Ziebarth [1999] para Alemania, si bien se ha de admitir que los beneficios permanentes de reducir la inflación a cero exceden a los costos temporales. No obstante, en el contexto de una estrategia de política monetaria orientada a la estabilidad de precios, el Banco Central ha de tener en cuenta la valoraciones que de tales costes hagan los agentes y los mercados, con el objeto de orientar adecuadamente la formación de expectativas de los mismos. En la línea de Svensson e Issing [2000: 189] afirma que “[...], parece razonable decir que la cuestión de optar por un objetivo de nivel de precios constante o de una tasa de inflación cero permanece abierta”.

La tercera alternativa analiza la estabilidad de precios como un incremento gradual del nivel de precios o una tasa reducida de inflación. Este es el enfoque que adoptamos en nuestro trabajo, porque es el que se corresponde

más precisamente con el encargo asignado en el Tratado al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Desde el punto de vista teórico existe un amplio consenso en considerar que una baja tasa de inflación es compatible con el objetivo de estabilidad de precios. A nivel empírico, Okun [1981] considera que, desde la década de los cincuenta hasta mediados de los sesenta, una tendencia ascendente del nivel de precios entre el uno y el dos por ciento en Estados Unidos se puede cualificar como una situación próxima a un óptimo.

Esta interpretación de la estabilidad de precios se puede definir en términos de una tendencia ascendente (suave) del nivel de precios o en términos de una reducida tasa de inflación. Como en el caso anterior, la primera opción puede conllevar la problemática ligada a una mayor variabilidad de la tasa de inflación, en tanto que la segunda no exige que las desviaciones de la inflación respecto de la inflación objetivo sean compensadas con desviaciones de signo contrario en el periodo siguiente. Las razones que avalan la conveniencia de una baja tasa de inflación son de naturaleza diversa. De hecho, señalaremos en términos breves las cuatro principales razones desde la perspectiva del análisis económico, las cuales tienen un gran arraigo en la literatura académica. Siguiendo a Issing [2000], éstas son cuatro: La primera es la existencia de señoreaje como forma de ingreso de los gobiernos. El señoreaje tiene importancia en economías cuyos gobiernos carecen de otras formas de obtención de ingresos, por causas relacionadas muchas veces con la existencia de grandes sectores no regulados, pero carece de importancia en países desarrollados. Drazen [1989] cuantificó el señoreaje en términos del PIB, para el periodo 1960-1995, entre el 0.4% y el 1% en Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Alemania; entre el 7% y el 8% en Argentina y Chile, y alrededor del 2% en los casos de España, México, Colombia y Venezuela.

La segunda se relaciona con la posible existencia de una relación de intercambio entre inflación y desempleo a bajas tasas de inflación (una curva de Phillips con pendiente negativa). Una amplia literatura económica se centró en torno a la idea popular, que arranca de Tobin [1972], y según la cual una pequeña inflación “engrasa



las ruedas de la economía”. En el plano empírico, sin embargo, los resultados no son concluyentes. Akerlof, Dickens y Perry [1996] estimaron que una reducción de la inflación desde 3% a cero se traduciría en un incremento del desempleo en Estados Unidos superior a 2.6 puntos porcentuales. Por el contrario, análisis *cross-country* de las relación entre inflación y desempleo realizados por Gordon [1996] no permiten confirmar la hipótesis de que una menor tasa de inflación implica un alto nivel de desempleo. Groshen y Achweitzer [1999] argumentan que la inflación puede “añadir arena” a los ajustes de precios y salarios a la vez que “engrasar las ruedas” del mercado de trabajo. Su principal conclusión es que no existe la certeza de que una menor tasa de inflación pueda aumentar el desempleo o deteriorar el suave funcionamiento de la economía. En esta línea, Issing [2000] afirma “[...] los datos de Estados Unidos para la década de los noventa muestran que bajo desempleo y baja inflación no son incompatibles. [...] rigideces nominales son superadas mejor a través de reformas estructurales en los mercados de trabajo y de bienes. [...] aspirar a una inflación cero como opuesta a un reducida tasa positiva de inflación es una cuestión abierta”.

La tercera razón que justificaría una reducida tasa de inflación positiva es la necesidad de un tipo de interés real negativo para hacer frente a severas contracciones de la demanda agregada. Definiendo el tipo de interés real como $r = i - \pi$, y teniendo en cuenta que el tipo de interés nominal no puede ser inferior a cero, el tipo de interés real se situará en el intervalo:

$$r \in [-\pi, i - \pi] \quad [1]$$

donde r , π e i son, respectivamente, el tipo de interés real, la tasa de inflación y el tipo de interés nominal. En [1], el tipo de interés real será igual a la tasa de inflación con signo negativo cuando el tipo de interés nominal sea cero. Si la tasa de inflación es cero, el tipo de interés real será siempre positivo e igual al tipo de interés nominal, lo que impedirá satisfacer el argumento de Summers [1991].

La cuarta razón proviene de la existencia de sesgos de medición derivados de la falta de cómputo del aumento

de la calidad de los bienes (sesgo Boskin) y/o de la imposibilidad de actualizar continuamente las ponderaciones del consumo a las pautas cambiantes del gasto (efecto sustitución). La dificultad inherente a tales sesgos de medición “conduce normalmente a una ligera sobrevaloración de la verdadera tasa de inflación”. BCE [1999: 46].

Este trabajo se sitúa en el ámbito de una amplia literatura sobre la evaluación objetiva de los resultados de la conducción de la política monetaria orientada a la estabilidad de precios por parte del BCE en los últimos años, por lo que resulta aconsejable precisar, a la luz de la investigación teórica y empírica disponibles, qué factores pueden condicionar la elección del objetivo y de la estrategia.

Al considerar de manera conjunta la estrategia de la política monetaria orientada al objetivo de la estabilidad de precios y las cuestiones relacionadas con la independencia, la credibilidad y la reputación del BCE se desea en este trabajo destacar los aspectos de la comunicación y de información transparentes que han de establecerse de manera permanente entre la institución monetaria y los agentes.

La estrategia de política monetaria del BCE orientada a la estabilidad de precios

Una estrategia de política monetaria puede ser definida, siguiendo a Winkler [2000: 15], en un sentido estricto y en un sentido amplio. En sentido estricto una estrategia de política monetaria hace referencia a la forma en que la autoridad monetaria relaciona o aplica la información sobre la situación y el funcionamiento de la economía en las decisiones de política para alcanzar los objetivos propuestos. Esta definición es apropiada en la literatura de las reglas monetarias. Ejemplos de fórmulas sencillas de reacción lo constituyen las propuestas de McCallum [1988] y la de Taylor [1993], propuestas que dieron lugar a un intenso proceso investigador en las últimas décadas. La primera utiliza como instrumento de política la base monetaria. El banco central ajusta la base monetaria en respuesta a: (i) desviaciones de la tasa de crecimiento del PIB nominal con respecto a un objetivo concreto y (ii) alguna estimación de las variaciones de la velocidad de

circulación de la base monetaria. La segunda responde más adecuadamente a la concepción de los marcos operativos de los bancos centrales, que utilizan como instrumento de política el tipo de interés a corto plazo, debido, sobre todo, a problemas relacionados con los intensos procesos de innovación financiera y la inestabilidad de los agregados monetarios. Taylor [1993] propuso la siguiente regla:

$$i_t = r^* + \pi^* + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta(y_t - y^*) \quad [2]$$

donde i_t es el tipo de interés de intervención (por ejemplo el tipo de interés de intervención de las operaciones principales de financiación del BCE), y r^* , π^* , π_t , y_t e y^* son, respectivamente el tipo de interés real de equilibrio a largo plazo, la tasa de inflación objetivo, la tasa de inflación corriente, la tasa de crecimiento del PIB y la tasa de crecimiento de pleno empleo; α y β se interpretan como una medida de la aversión de la autoridad monetaria a la inflación y de su sensibilidad ante la evolución de la producción y del empleo. De acuerdo con la ecuación [2], el banco central modifica el tipo de interés de intervención cuando la inflación se desvía del objetivo propuesto o cuando la tasa de crecimiento de la producción se desvía del crecimiento de pleno empleo. Se puede probar que $\alpha > 1$ es una condición necesaria para la existencia de una curva de demanda agregada-inflación con pendiente negativa; en otras palabras, $\alpha > 1$ significa que ante desviaciones de la inflación por encima del objetivo el tipo de interés nominal se incrementará en mayor medida, de tal manera que el tipo de interés real aumenta y transmite sus efectos restrictivos a los componentes más dinámicos de la demanda agregada: consumo e inversión. En resumen, $\alpha > 1$ es una condición de estabilidad.

Estas reglas de contingencia o funciones sencillas de reacción donde el instrumento de política (base monetaria o tipo de interés) es una función mecánica de un número limitado de variables, dotadas de una cierta flexibilidad que las capacite para adaptar las decisiones de política a los *shocks* inesperados, intentan sintetizar el mecanismo de transmisión de las acciones de política monetaria a la economía real. Sus ventajas son su sencillez, su fácil ejecución y la posibilidad de su verificación *ex-post*. Sin

embargo los problemas de cómputo y de diseño son considerables. La regla propuesta por Taylor [1993], frente a su sencillez algebraica, encierra problemas de cómputo y de diseño.

Entre los primeros, el cálculo del *output-gap* y del tipo de interés real de equilibrio. Entre los segundos, la falta de enfoque *forward-looking* y la ausencia del tipo de cambio que, sin embargo, constituye una importante variable en la transmisión de la política monetaria en economías abiertas. El Bundesbank [1999] aporta argumentos a favor del seguimiento del agregado monetario amplio M3 frente a la regla de Taylor, al tiempo que enfatiza sobre los problemas de cómputo y diseño de esta última; el BCE [1999d] aconseja que las estimaciones del *output-gap* son método-dependientes, encierran un alto grado de incertidumbre y, por lo tanto, han de ser tomados con cautela. Por último, el BCE [2001c] aporta una amplia argumentación sobre las limitaciones de este tipo de reglas frente al diseño de su estrategia de política monetaria como vehículo de comunicación con el público.

De estas dificultades se deriva la imposibilidad de una única y completa descripción objetiva de una función de reacción así como la aparición de fricciones, ambigüedad y no transparencia que provienen de las diferencias entre la ejecución actual de la política monetaria por el banco central y la percepción de la misma por los propios formuladores de políticas y por los observadores externos.

Las anteriores limitaciones nos aconseja abordar el concepto de estrategia de política monetaria en un sentido más amplio, como un marco sistemático para organizar y estructurar la información y el análisis. En el nuevo contexto, una estrategia de política monetaria cumple dos objetivos. El primero es el de crear un marco que permita procesar y evaluar la información, constituyendo las bases para una toma eficiente de decisiones, un modelo de información eficiente donde los agentes racionales optimizadores equilibran el beneficio marginal de la información adicional con el coste marginal de procesamiento e interpretación de la misma. El segundo objetivo de una estrategia de política monetaria es el de constituirse en un vehículo de la comunicación en sus dos vertientes, la



externa o explicación de la información al público y la interna, sobre todo cuando las decisiones son tomadas por un comité, como ocurre en el caso de BCE, o cuando las decisiones del formulador de políticas se basan en el asesoramiento de órganos *staff*.

En esta línea, el propio BCE [2001c: 53] define su estrategia explícita de política monetaria como “el marco en el que el banco central toma las decisiones de política monetaria y las explica al público. Como tal, la estrategia comprende una serie de procedimientos que estructuran el análisis de la información y el proceso de toma de decisiones por el banco central, proporcionando el marco en el que la información económica es analizada, interpretada y explicada a los efectos de la formulación de la política monetaria. La estrategia entendida como marco o conjunto de procedimientos difiere del concepto tradicional de regla de política monetaria. un vehículo de comunicación con el público”. La estrategia del BCE se constituye pues, al menos teóricamente, como un vehículo de comunicación con el público. En la medida en que la comunicación refuerza la confianza del público en el cumplimiento del objetivo propuesto (la estabilidad de precios), la política monetaria será efectiva.

El BCE tiene asignada la estabilidad de precios como su principal objetivo y se enfrenta continuamente a la cuestión de cómo establecer y mantener su credibilidad. Un elemento esencial es el establecimiento de la independencia de la institución monetaria respecto del poder político, lo que conduce, a su vez, a su responsabilidad. Cuestiones estrechamente relacionadas son la transparencia y la credibilidad de la política monetaria. La comunicación eficiente, como señala Hämäläinen [2001], “es un prerrequisito tanto para la responsabilidad como para la predictibilidad del BCE”. Si asumimos, de acuerdo con Haldane [1997], que la cuantificación de los objetivos de inflación, la publicación de informes y noticias a través de los distintos medios de comunicación, la publicación de las previsiones de inflación, etc., constituyen las principales herramientas para ganar transparencia, el diseño de una estrategia de política monetaria correcta constituye un objetivo en sí mismo. En un epígrafe posterior analizaremos en mayor profundidad el proceso de comunicación

del BCE, para ver si el propio diseño de la estrategia de política monetaria y su política de comunicación contienen los elementos capaces de constituirse en un vehículo de comunicación con el público.

Además de imponer una estructura clara al proceso de toma de decisiones de política, como se verá más adelante, y constituir un vehículo de comunicación con el público, la estrategia de política monetaria del eurosistema, que aspira a crearse una buena reputación y, por consiguiente, obtener credibilidad, deberá cumplir un conjunto de criterios que pasamos a enumerar en términos simplificados. En primer lugar, ha de ser clara y comprensible, evitando ambigüedades generadoras de incertidumbre. En segundo lugar, ha de ser transparente, al servicio del cual pone la política de comunicación e información sobre la toma de decisiones y el razonamiento económico que sustenta las mismas. El tercer criterio se refiere al sometimiento al principio de rendición de cuentas. Finalmente, la estrategia ha de ser coherente con la independencia institucional del eurosistema.

El diseño de la estrategia de política monetaria del BCE

Los elementos principales de la estrategia de política monetaria del SEBC, que se presentaron al público en octubre de 1998, son: una definición cuantitativa del objetivo prioritario de la política monetaria única (la estabilidad de precios) y los denominados “dos pilares”. La estrategia de política monetaria del BCE se podría representar conforme al siguiente esquema:

- a) El compromiso de alcanzar la estabilidad de precios, definida ésta como una tasa reducida de inflación positiva, que ha sido cuantificada y anunciada previamente: entre cero y 2% anual.
- b) Los “dos pilares” de la estrategia: el primero es el seguimiento del agregado monetario amplio M3, como indicador adelantado de las expectativas de inflación, para el que se establece una tasa de variación indicativa (4.5% anual) en base a determinados supuestos, que precisaremos más adelante, sobre el crecimiento tendencial del PIB y sobre la velocidad de circulación del



dinero. El segundo consiste en un conjunto amplio de indicadores de las expectativas de inflación, como son los indicadores de precios y costes (precios de las importaciones y de las materias primas en los mercados internacionales, precios industriales, costos laborales, indicadores basados en encuestas sobre la evolución esperada de los precios), indicadores de los mercados financieros (valores de renta fija a largo plazo, tipos de interés a corto plazo en el mercado monetario), indicadores de coyuntura (condiciones generales de la demanda, condiciones generales de la oferta, factores externos), etcétera.

Como hemos indicado, una parte de la literatura económica justifica las ventajas del objetivo de la estabilidad de precios en base a la experiencia negativa derivada del esquema de la política monetaria previa. Actualmente existe un amplio consenso en atribuir a un banco central la estabilidad de precios como su principal responsabilidad, si bien el acuerdo no es total sobre la conveniencia de que sea la estabilidad de precios el único objetivo pues el dinero puede afectar a la actividad económica a corto plazo. Los inconvenientes de una orientación a corto plazo de la política monetaria a la economía real son analizados en la literatura de la inconsistencia temporal dinámica [Kydland y Prescott, 1977], [Calvo, 1978] si la autoridad monetaria intenta explotar el *trade-off* a corto plazo entre producto e inflación a expensas de la estabilidad de precios, el público puede anticiparlo, resultando un equilibrio con mayores expectativas de inflación, sin que se produzcan efectos beneficiosos sobre la actividad económica. Este problema plantea al banco central la necesidad de establecer credibilidad fijando como objetivo la estabilidad de precios. Las desviaciones del objetivo provocarán una pérdida de credibilidad que acabará por frustrar sus políticas en el futuro [Barro y Gordon, 1983]. Los problemas de inconsistencia temporal pueden inducir al público a confiar la política monetaria a banqueros centrales independientes que sean más adversos a la inflación que el público mismo [Rogoff, 1987]. Un cambio de régimen monetario puede constituir dificultades para convencer al público de las verdaderas intenciones, incluso por un banco central comprometido con la estabilidad de precios [Backus y Drifill, 1985]. Tales dificultades no

deben ser ignoradas ante un cambio tan profundo como el que se está produciendo en la Unión Económica y Monetaria (UEM). Por el contrario, una adecuada ponderación de las mismas parece estar presente en el diseño de su estrategia de política monetaria que “supone un equilibrio entre los requisitos de claridad y sencillez, por una parte, y transparencia y honradez, por otra. [...]”. El enfoque del BCE con respecto a la presentación de la política monetaria puede considerarse uno de los más transparentes del mundo” [BCE, 2000 e: 61].

Otra parte de la literatura, como Lamfalussy [1996], encuentra ventajas objetivas derivadas del establecimiento de un objetivo directo de inflación, toda vez que permite utilizar las aportaciones en torno a la teoría del mecanismo de transmisión monetaria, tanto a corto como a largo plazo; la satisfacción de los requisitos de transparencia y responsabilidad; la función de ancla para las expectativas de inflación, entre otras.

Como señala Lane [1996], el objetivo directo de inflación tiene la ventaja de permitir al banco central una mayor flexibilidad para adaptarse a los cambios en la estructura económica y financiera que podrían modificar las relaciones econométricas sobre las que se basan las sendas establecidas para un objetivo intermedio.

La estrategia de política monetaria del eurosistema orientada a la estabilidad de precios, al establecer un objetivo de inflación dentro de un estrecho rango (0-2%) y el seguimiento del agregado monetario amplio M3 como el principal indicador adelantado de la evolución del nivel de precios [BCE, 1999 b: 48], hacen de esta estrategia una mezcla compleja que, además, no permite, de acuerdo con Cassola [2000], su consideración como un objetivo directo de inflación en sentido estricto ni como un convencional objetivo monetario. Frente a estas críticas, el BCE, a través de un miembro del comité ejecutivo del banco central, sostiene que lo que resulta revelador es que estas críticas (las referidas a la excesiva complejidad de la estrategia) están divididas en proporciones muy similares entre partidarios de objetivos de agregados monetarios y partidarios de objetivos de inflación. “Lo que resulta claro, es que la estrategia del SEBC no es una combinación de objetivos



monetarios y objetivos de inflación: utiliza el valor de referencia del agregado monetario (M3) en el primer pilar y un amplio conjunto de los riesgos para la estabilidad de precios en el segundo pilar” [Hämäläinen, 2001].

El consejo de gobierno del BCE adoptó una definición cuantitativa de la estabilidad de precios como “un incremento interanual por debajo del 2%, del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) para el área del euro”. De acuerdo con esta definición, la estabilidad de precios habrá de mantenerse en el mediano plazo. La expresión “por debajo del 2%” delimita el límite superior de la tasa de inflación. Por su parte, la utilización de la palabra “incremento” indica claramente que la deflación no se considera acorde con la estabilidad de precios. En la estrategia del BCE estabilidad no es sólo ausencia de inflación sino también de deflación. Como vimos anteriormente, se puede argumentar que un pequeño aumento de los precios, sin superar el límite del 2%, incentiva a la economía. Dada la inflexibilidad a la baja de los precios y salarios, la existencia de cierto margen de aumento de precios permite ajustes de los precios relativos que dan como resultado una mejor asignación de los recursos [Solans, 2001].

¿Por qué el límite superior de incremento interanual del IAPC en el 2%? Se puede considerar que el 2% es un límite convencional, sin embargo, de acuerdo con Issing [2000: 195], “La decisión de proveer una definición cuantitativa da lugar inevitablemente a un debate sobre la idoneidad de la cifra elegida”. Un límite mayor podría perjudicar la credibilidad antiinflacionista del BCE, teniendo en cuenta que la tasa de inflación del área del euro se situaba en torno al 1% cuando se elaboró la definición de la estabilidad de precios. Un límite inferior representa algunas desventajas: por una parte, podría comprometer la confianza del público en la institución monetaria porque el logro del objetivo presenta mayor probabilidad de resultar incumplido cuanto más estrecho sea el rango de variabilidad. Por otra parte, una tasa de variación del 2% puede absorber los sesgos de medición al alza en los índices de precios derivados del cómputo del factor aumento de calidad (sesgo Boskin) o de la imposibilidad de actualizar continuamente las ponderaciones del consumo (sesgo

sustitución). La existencia de tales sesgos de medición, contrastada en diversos trabajos de investigación denotaría, de hecho, la existencia de deflación si se establece un objetivo de inflación cero. Una última consideración sobre la cuantificación del objetivo por debajo del 2% se sustenta en la práctica seguida en esta materia por los principales bancos centrales de la unión en el contexto de cambio en el ejercicio de la política monetaria en la última década, en las dos direcciones apuntadas al principio de este trabajo: la independencia de los bancos centrales y su orientación hacia el objetivo de la estabilidad de precios.

La estabilidad de precios se plantea por el BCE a mediano plazo. La afirmación de que “la estabilidad de precios ha de mantenerse a mediano plazo” refleja la necesidad de dotar a la política monetaria de un enfoque a mediano plazo, al tiempo que reconoce la existencia de una volatilidad de los precios en el corto plazo, como consecuencia de perturbaciones no monetarias, que caen fuera del alcance de la política monetaria, como por ejemplo las modificaciones de los impuestos indirectos o las variaciones de los precios de los productos energéticos. Ejemplos recientes lo constituyen el ascenso del precio del petróleo en el año 2000, que afectó sin duda a la inflación del área del euro, y la subida de los impuestos indirectos sobre determinados consumos específicos.

Adicionalmente, la orientación a mediano plazo de la política monetaria permite una respuesta gradual y acompañada ante ciertos tipos de perturbaciones económicas imprevistas, cuyo impacto sobre el nivel de precios pueda suponer una amenaza para la estabilidad de precios. Una respuesta de este tipo no introducirá incertidumbres innecesarias con respecto a los tipos de interés a corto plazo o con respecto a la economía real, al tiempo que asegurará que la estabilidad de precios se mantenga a mediano plazo. [BCE, 1999 b: 47].

Por otra parte, las señales de política monetaria emitidas desde el BCE no se transmiten de forma instantánea ni en toda su amplitud. Las limitaciones provienen de rigideces que tienen su origen en el mercado de trabajo, como pueden ser, desde un punto de vista neokeynesiano, la

teoría de los contratos implícitos, los modelos *insider-outsider*, los contratos solapados y los modelos de salarios de eficiencia, o en los propios mercados financieros, limitaciones relacionadas con problemas de información asimétrica entre prestamistas y prestatarios, con problemas de selección adversa y de riesgo moral, y en la falta de competencia real en el sistema bancario, incapaz de transmitir con tiempo y amplitud las variaciones de los tipos de interés de intervención a los de sus operaciones activas, como han probado empíricamente Cottarelli y Kourelis [1994], Escrivá [1994] y Borio y Fritz [1995], entre otros. En otras palabras, el banco central no conoce con precisión el periodo que ha de transcurrir entre la decisión y la materialización de los efectos de sus acciones ni el grado de eficacia de las mismas. En el proceso están comprometidos aspectos de naturaleza diversa. Limitaciones de este tipo son reconocidas por los bancos centrales. En este sentido, el Bundesbank [1999: 48] señala que ante la incapacidad de ejercer un control directo y preciso sobre el nivel de precios u otros objetivos últimos, los bancos centrales han de contar con una adecuada selección de indicadores que contengan información sobre la futura evolución de los precios (*leading indicators*) y de variables que a la vez permitan evaluar el efecto de sus propias políticas (*policy indicators*). En este sentido, fiel a su adhesión a un objetivo monetario públicamente anunciado y que, a pesar de los problemas apuntados por Issing [1996] y Kool [1996], le había proporcionado importantes y duraderos éxitos en la lucha contra la inflación, confiaba en la capacidad del agregado amplio M3 para satisfacer ambas funciones de manera simultánea, incluso cuando otras instituciones monetarias habían optado ya por el control de los tipos de interés a corto plazo.

Un enfoque *forward-looking*, como señala Lamfalussy [1996: 195], permite a los bancos centrales tomar acciones preventivas contra los rebotes inflacionarios y, sobre todo, contribuye a impedir que arraiguen en los agentes las expectativas de inflación, lo que haría más costoso su control en términos de crecimiento real y de empleo.

El BCE [1999 b: 40] resume los argumentos económicos que muestran los beneficios de la estabilidad de precios para el crecimiento económico real y las perspectivas de empleo:

1. La estabilidad de precios mejora la transparencia de precios relativos, evitando distorsiones y contribuyendo a una asignación eficiente de recursos reales por el mercado. Una mejor asignación de recursos contribuye a la elevación del potencial productivo de la economía.
2. La estabilidad de precios minimiza la prima de riesgo de la inflación incorporada a los tipos de interés a largo plazo. Con menores tipos de interés aumenta la inversión y el crecimiento.
3. La estabilidad de precios reduce la incertidumbre sobre el nivel futuro de los precios y contribuye a una menor desviación de recursos reales a operaciones de cobertura contra la inflación o la deflación. La credibilidad asociada a la estabilidad de precios favorece un entorno propicio para las decisiones de inversión eficientes.
4. El mantenimiento de la estabilidad de precios favorece la redistribución de la renta y de la riqueza, contribuyendo a la cohesión social y la estabilidad.

Selección del índice para medir la inflación

En la medida en que un objetivo directo de inflación proporciona un ancla para las expectativas de inflación, hay un conjunto de elementos que deben analizarse. En primer lugar nos centramos en la selección del índice para medir la inflación. El BCE ha elegido el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) del área del euro. De acuerdo con Friedman [1996], la elección de un índice de este tipo se debe a consideraciones prácticas. En primer lugar, el IPC es la medida de la inflación más conocida. De hecho constituye un índice de gran peso en la modificación de las rentas de grandes colectivos, por lo que tiene una notable capacidad de transmisión de efectos macroeconómicos. En segundo lugar, el IPC tiene propiedades deseables en términos de la frecuencia y prontitud de su publicación. En tercer lugar, el IPC no está sometido a revisiones frecuentes como ocurre, por ejemplo, con macromagnitudes tales como el PIB o el saldo de la balanza corriente. En cuarto lugar, el IPC incorpora los efectos de los cambios de precios de los bienes importados, tanto debido a variaciones de los costos en origen como los derivados



de las modificaciones del tipo de cambio. Así, por ejemplo, una depreciación de la divisa interna incrementa los precios de los bienes importados en moneda local y, en la medida en que los bienes importados formen parte del IPC, provocará modificaciones del mismo en el corto plazo (cuando se trata de bienes destinados al consumo) y en el mediano plazo (cuando se trata de materias primas o bienes intermedios). El IPC recoge, pues, la realidad actual de economías abiertas con importantes y permanentes flujos de bienes y servicios. En resumen, en las actuales economías abiertas desarrolladas, el índice que se elija para medir la inflación debería reflejar también la transmisión de los efectos de la política monetaria a través del canal directo del tipo de cambio.

El deflactor del PIB, como índice alternativo para medir la variación de precios, goza de algunos argumentos favorables en la literatura. Al incluir todos los bienes y servicios producidos en la economía, puede representar una mejor descripción de las relaciones entre las decisiones de ahorro e inversión [Issing, 2000: 195]. En el enfoque de Fagan [1998], el comportamiento de los inversionistas y ahorradores podría resultar más estable si, la política monetaria tomase como referencia un indicador de la inflación de base más amplia, como el deflactor del PIB. Sin embargo, las propiedades apuntadas otorgan al IPC claras ventajas técnicas frente a otras medidas alternativas de la inflación.

El IPC presenta también algunas desventajas que se derivan básicamente de su elevada volatilidad en el corto plazo. Esta discusión se sitúa en la literatura en torno a la necesidad de desarrollar medidas apropiadas de “*core inflation*”, que excluye de su cómputo los elementos más volátiles sobre los que la política monetaria puede ejercer un control sólo limitado. De acuerdo con Galí [2001], algunos de esos componentes son las variaciones de los impuestos indirectos, las bruscas variaciones de los precios de las materias primas y las grandes crisis cambiarias, debidas a perturbaciones de diversa naturaleza, y que no son susceptibles de ser controladas con la política monetaria interna. En este sentido, el Bundesbank [1999] resalta la necesidad de que la política monetaria pueda tolerar los *first-round effects*. En efecto, una política monetaria

excesivamente activa en el sentido de su elevada sensibilidad ante cualquier perturbación que afecte al IPC, puede conducir a una no deseada modificación frecuente de los tipos de interés, capaz de transmitir inestabilidad a los mercados financieros, cuestión que adquiere gran importancia en un mundo globalizado, con gran movilidad de capitales e integración creciente de los mercados financieros. Dada la naturaleza contingente del objetivo, con el fin de evitar una excesiva sensibilidad de la política monetaria ante variaciones del IPC, algunos países excluyen del mismo a algunas fuentes generadoras de volatilidad, como se puede ver en Almeida y Goodhart [1997].

Otras críticas se fundamentan en la ausencia de los precios de los activos financieros en el índice de precios. Alchian y Klein [1973] sugieren la inclusión directa de los precios de los activos en el índice de precios que contribuiría a dotar de un enfoque prospectivo al índice, en la medida que fuese posible aproximar los precios futuros a través, por ejemplo, de las cotizaciones de los mercados de derivados. La inclusión de los precios de los activos financieros en el IPC no está exenta de críticas. La más importante, el riesgo que para la política monetaria se podría derivar del supuesto de una relación estable entre los precios de los activos financieros y el objetivo último. No se debe ignorar que los precios de los activos financieros están condicionados por las expectativas y sus movimientos se deben a factores fundamentales (relativos a la situación de las empresas y de los sectores) y no fundamentales, sin que resulte posible descubrir, en ocasiones, cuáles son los más determinantes. Además, “las acciones de un banco central que tuviesen como meta afectar sistemáticamente a los precios de los activos podría probarse desestabilizadora, dando lugar a problemas de riesgo moral en los mercados de activos” [Issing, 2000: 193].

La evaluación de la estabilidad de precios en el área del euro se lleva a cabo con el IAPC. Este hecho merece algunos comentarios. Por una parte, se trata de un índice de precios al consumo y, por tanto, “resulta coherente con el hecho de que el público normalmente centra su atención en los precios de consumo como indicador del nivel de precios de la economía” [BCE, 1999 b: 46]. Por tratarse de

un índice armonizado, las decisiones de política económica orientada a estabilizar los precios se basarán en la evaluación de las condiciones del área del euro en su conjunto más que en la situación concreta de cada país.

Una cuestión algo diferente es la que se relaciona con la diversidad de estructuras económicas entre los países que conforman el área del euro y que puede afectar al impacto de la transmisión de la política monetaria única tanto en el objetivo último como en el resto de objetivos que se resumen en artículo 2 del Tratado de la Unión y que se refieren al desarrollo armonioso y equilibrado de las actividades económicas en el conjunto de la Comunidad. Las diferencias entre países se identifican por la existencia de rigideces en mercados de bienes y servicios, en el de trabajo y en los financieros, relacionadas sobre todo con un insuficiente grado de liberalización y la presencia de determinadas restricciones a la libre competencia, a pesar de los considerables progresos de los últimos años.

Cuantificación del objetivo de inflación y su plazo de cumplimiento

En este apartado nos centraremos en dos aspectos relevantes del objetivo directo de inflación: la cuantificación del mismo y la especificación del plazo de tiempo en que tal objetivo se ha cumplir.

El intervalo establecido para el objetivo de inflación elegido por el BCE se considera un rango estrecho, compatible con la necesidad de ganar credibilidad tras sus primeras decisiones. Sin embargo, no está exento de algunas ambigüedades. Su Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios, que se habrá de mantener a medio plazo, “[...] como un incremento interanual por debajo del 2%, del índice armonizado de precios de consumo para el área del euro”. La tasa de inflación se situaría, pues, en un rango estrecho, entre cero y dos, si bien el BCE no establece el límite inferior por las razones apuntadas en el punto anterior. En la mayoría de los casos, los bancos centrales que han adoptado el objetivo directo de inflación lo han situado en un intervalo entre 2 y 3 puntos porcentuales, como Australia (de 2 a 3) y Canadá (de 1 a 3). Otros han optado por fijar una banda sin límites bien definidos (*soft-*

edged band), como es el caso de Finlandia, donde se define un punto central (2%) y no se establecen rangos de fluctuación.

El grado de precisión con que se define un objetivo directo de inflación puede tener consecuencias sobre la confianza de los agentes en el banco central. De acuerdo con Fagan [1998], un rango estrecho puede realzar la percepción del compromiso del banco central con el objetivo y, en consecuencia, promover la transparencia y proveer los principios básicos para la responsabilidad. Sin embargo, cuanto más estrecho sea el rango (más precisa la cuantificación del objetivo), mayor será la probabilidad de su incumplimiento. La acumulación de errores puede debilitar la confianza del público en la estrategia de política monetaria. Por el contrario, amplios rangos se relacionan con una mayor flexibilidad y una mayor probabilidad de que el objetivo se alcance, pero con el riesgo de que se pierda la transparencia y responsabilidad [Fagan, 1998].

El aspecto temporal del objetivo depende de las condiciones iniciales. Si se parte de un contexto de relativa estabilidad de precios, no es necesaria una referencia temporal perfectamente especificada. Sin embargo, si las condiciones iniciales no son favorables, la cuestión de una óptima transición hacia la estabilidad de precios adquiere importancia. El banco central deberá buscar un equilibrio entre los beneficios de un rápido cumplimiento del objetivo, favoreciendo la formación de expectativas, y los posibles costos en términos de pérdida de empleo, derivados de un proceso rápido de desinflación. En general, los bancos centrales de los países desarrollados han tendido a una aproximación gradualista. En esta línea, Canadá estableció un enfoque gradualista de manera explícita mediante el establecimiento de objetivos de inflación desde el 3.9% al intervalo (1-3) en cuatro años; de forma similar, el Reino Unido, optó por una reducción gradual de la inflación desde el 4% hasta situarla en el rango estrecho (1 a 1.5) en cuatro años. El caso de Alemania es muy interesante para la estrategia de política monetaria del SEBC. En efecto, el Bundesbank reconoce las consecuencias negativas de orden práctico derivadas de un intento de restaurar la estabilidad de precios en el corto plazo y, en consecuencia, permite un nivel de inflación superior a la que



es consistente con la estabilidad de precios, mientras que al mismo tiempo aspira a restaurar la estabilidad de precios tan pronto como sea posible.

Un amplio horizonte temporal incrementa la probabilidad de cumplimiento del objetivo de inflación, entre otras cosas porque el banco central dispone de más tiempo para valorar la naturaleza de las desviaciones de la inflación respecto de su objetivo y para tomar las decisiones correctas de política monetaria. Asumimos, de acuerdo con la literatura disponible, que dadas las incertidumbres y retardos en el mecanismo de transmisión monetaria, resulta más difícil alcanzar un objetivo anual de inflación que un objetivo especificado en torno a la media de unos pocos años. Sin embargo, una extensión del horizonte temporal puede conducir a una reducción de los efectos de disciplina [Issing, 1994] y “reducir la responsabilidad y la transparencia de la estrategia de política monetaria si los agentes dudan del compromiso del banco central para corregir las desviaciones a corto plazo” [Fagan, 1998: 150].

El BCE establece un objetivo de inflación inferior al 2% en el mediano plazo. La interpretación que se da en economía al mediano plazo varía en función del fenómeno concreto al que se refiere. Frente a las críticas por la falta de concreción, el BCE argumenta que es reflejo del hecho de que la política monetaria debe enfocarse también a mediano plazo en coherencia con el hecho de que la inflación es un fenómeno monetario a mediano plazo y de que la política monetaria surte efecto significativo sobre la estabilidad también en el mismo periodo de tiempo. Se reconoce, así, la existencia de una volatilidad de los precios a corto plazo, resultado de perturbaciones no monetarias (de los que hemos apuntado ejemplos más arriba), que la política monetaria no puede controlar. [Solans, 2001].

La ausencia de una definición concreta de lo que entiende el BCE como mediano plazo no permite en la práctica contrastar de forma precisa el grado de cumplimiento del objetivo. Con la tasa de inflación (IAPC) del área del euro observada por encima del límite superior del objetivo durante todo el año 2001, cabría preguntarse: ¿se está cumpliendo el objetivo de estabilidad de precios “a me-

diano plazo”? Esta falta de precisión de la estimación del retardo de la transmisión monetaria, que bien podría ser intencionada [Galí, 2001] puede tener cierta racionalidad si tenemos en cuenta la heterogeneidad de las economías del área del euro y la falta de experiencia del BCE.

Frente a la ausencia de concreción del horizonte temporal del BCE, otros bancos centrales establecen sus objetivos de inflación para un periodo de entre dos y tres años, como son los casos citados de Nueva Zelandia, el Reino Unido, Canadá, etcétera.

El papel del agregado M3 en la estrategia de política monetaria

El SEBC parte del postulado dominante en la teoría económica de que la inflación es, a largo plazo y ante todo, un fenómeno monetario. No en vano, se sostiene que una de las regularidades empíricas más notables en macroeconomía es la existencia de una relación estrecha en el largo plazo entre el nivel de precios y la base monetaria. De esta manera podemos decir que, si bien el planteamiento de la estrategia de política monetaria por el SEBC difiere en algunos aspectos de las estrategias seguidas por otros bancos, se sitúa de manera estricta dentro de un enfoque “ortodoxo” de la teoría económica en el terreno propio de la política monetaria y de la transmisión de los efectos de la política monetaria a la economía real a través de los diversos canales ampliamente tratados en la literatura económica, como en Mishkin, [1995].

El eurosistema ha adoptado un valor de referencia cuantitativo para el crecimiento de la cantidad de dinero constituido por el agregado M3. Este valor constituye, como se indicó, el primer pilar de la estrategia global orientada hacia la estabilidad.

De acuerdo con la literatura, la identificación de los agregados monetarios que muestran una relación estrecha con las variables macroeconómicas importantes es una cuestión empírica. Desde el punto de vista macroeconómico, la selección del agregado monetario por parte del BCE se hace en base a los siguientes criterios:

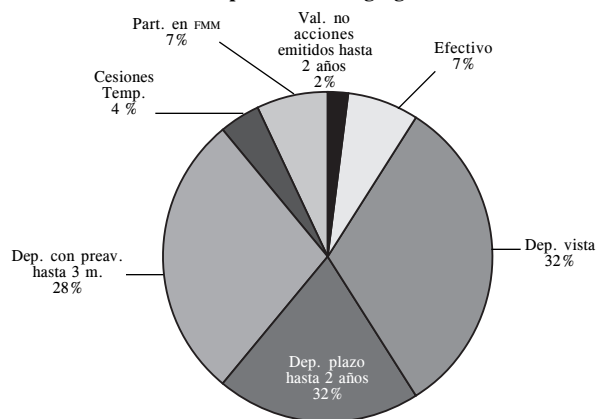
- 1) Que presente una relación estable con el nivel de precios en el mediano plazo, de forma que el banco central puede juzgar qué tasa de crecimiento monetario resulta compatible con la estabilidad de precios. En sentido más amplio, el criterio se satisface por aquel agregado monetario que se relaciona con el nivel de precios, los tipos de interés y la renta real de manera estable a mediano plazo. Como se muestra en el cuadro 1, frente a los agregados estrechos M1 y M2, el agregado amplio M3 incluye una serie de instrumentos (las tres últimas filas) que son sustitutivos próximos de los depósitos debido a su alto grado de liquidez y certidumbre respecto de sus precios. Con su inclusión, la sustitución entre las distintas categorías de activos líquidos afecta menos a M3, con lo que resulta más estable que las otras definiciones más estrechas. La gráfica 1 refleja la proporción de cada uno de los componentes de M3 a finales de 2000.
- 2) Que constituya un indicador adelantado de la evolución futura de dicho nivel. El BCE [1999 a], estima que los cambios en M3 preceden a la evolución de los precios de consumo con seis trimestres de adelanto en el periodo 1984-1999, constituyendo así un buen indicador adelantado de las expectativas de inflación.
- 3) Que sea controlable por los formuladores de política. La controlabilidad adquiere mayor importancia cuando el banco central establece un objetivo monetario intermedio, como fue el caso del Bundesbank en las últimas décadas. En su estrategia de política monetaria, el BCE fija un valor de referencia para el agregado M3, pero no es un objetivo monetario intermedio. De acuerdo con este planteamiento, cabe recordar que el eurosistema no ha asumido ningún tipo de compromiso en cuanto a corregir las desviaciones a corto plazo del crecimiento monetario respecto al valor de referencia. “Los tipos de interés no se modificarán mecánicamente en respuesta a estas desviaciones en un intento de devolver el crecimiento monetario a su valor de referencia” [BCE, 1999 b: 55].

Cuadro 1
Los agregados monetarios del área del euro

<i>Pasivos</i>	<i>M1</i>	<i>M2</i>	<i>M3</i>
Efectivo en circulación	x	x	x
Depósitos a la vista	x	x	x
Depósitos a plazo hasta 2 años		x	x
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses		x	x
Cesiones temporales			x
Participación en fondos del mercado monetario (FMM) e instrumentos del mercado monetario			x
Valores distintos de acciones hasta 2 años			x

Fuente: Banco Central Europeo.

Gráfica 1
Los componentes del agregado M3



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central Europeo, 2000.

Sin embargo, en la actualidad hay cierta controversia en torno al grado en que el agregado M3 cumple tales condiciones. En este sentido, cabe destacar los efectos de la innovación financiera en la estabilidad de la demanda de dinero, mediante la sustitución del efectivo en manos del público por activos rentables cuasilíquidos, así como la creciente movilidad internacional de capitales.

A estas consideraciones cabe añadir un comentario en cuanto al valor concreto de la tasa de crecimiento del 4.5% anual fijado para M3, congruente con la definición de estabilidad de precios establecida por el BCE. Este valor de referencia se estableció con base en la teoría cuantitativa del dinero:

$$M.V = P.PIB_{real} \quad [3]$$

La igualdad que [3] se puede dinamizar, obteniéndose así la expresión [4] que sintetiza la relación entre las tasas de crecimiento monetario (m), de la inflación (π); del



crecimiento real del PIB (y) y de los cambios en la velocidad de circulación del dinero (v).

$$\begin{aligned} \log M + \log V &= \log P + \log \text{PIB}_{real} \\ \frac{dM}{M} + \frac{dV}{V} &= \frac{dP}{P} + \frac{d\text{PIB}_{real}}{\text{PIB}_{real}} \\ m + v &= \pi + y \end{aligned} \quad [4]$$

Dado el objetivo cuantificado de inflación (0-2%), el BCE adoptó supuestos concretos sobre la evolución del PIB real y de la velocidad de circulación del dinero. Para el primero estimó una tasa de crecimiento tendencial a mediano plazo en el área del euro en el intervalo entre el 2% y 2.5%; para la velocidad de circulación del dinero, una disminución tendencial entre el 0.5% y el 1% en base a los resultados empíricos de diversos trabajos de investigación, que estimaron una tendencia decreciente de la velocidad de M3 del 1% en el periodo 1983-1998 y del 0.5% a partir de 1998.

Si en [4] sustituimos las variables π , y , v por sus valores respectivos resulta

$$m + (-0.5; -1) = (0;2) + (2;2.5) \quad [5]$$

que permite al BCE situar como referencia la tasa de crecimiento de M3 dentro de una banda, cuyo valor máximo se situaría en 5.5%. Sin embargo, “el Consejo de Gobierno del BCE decidió anunciar un valor de referencia único [...] en lugar de una banda. El anuncio de una banda de referencia podría haberse interpretado erróneamente por el público como señal de que los tipos de interés se modificarían automáticamente si el crecimiento monetario excediera los límites de la banda” [BCE, 1999 a: 42].

En los últimos tres años este agregado se situó sistemáticamente por encima del valor de referencia, como se puede observar en la figura 3, lo que plantea algunas interrogantes en relación con la identificación e interpretación de las causas de estas desviaciones, así como sobre la operatividad práctica del nivel elegido por el BCE. En los últimos trimestres de 2001 la tasa de crecimiento de

M3 se situó por encima del 7%, al tiempo que se produjo una caída de la tasa de crecimiento del PIB real. La igualdad dada por [4] es compatible con un incremento de la tasa de inflación, con un cambio de la tendencia de la velocidad de circulación o con ambas cosas a la vez.

El BCE reconoce el origen monetario de la inflación. Sin embargo, considera que la evolución monetaria no puede ser la única guía para evaluar los riesgos que amenazan la estabilidad de precios. Las decisiones de política monetaria deberán sustentarse en un conocimiento profundo de la situación económica y ser consciente de la magnitud y el carácter específicos de las perturbaciones económicas que amenazan la estabilidad de precios. Para ello establece un segundo pilar de su estrategia de política monetaria al que dedicamos el siguiente epígrafe.

*El segundo pilar de la estrategia:
un conjunto amplio de indicadores*

Con el objeto de presentar al público una valoración transparente de la formulación de la política monetaria, el BCE proporciona explicaciones completas e inmediatas de la valoración que hace de las condiciones económicas generales. A tal fin, el segundo pilar de la estrategia de política monetaria incluye un conjunto de indicadores cuyas variables contribuyen a anticipar la evolución futura de los precios. Entre estas variables destacan: los salarios, el tipo de cambio, los precios de los activos de renta fija y la curva de tipos de interés, diversas medidas de la actividad real, indicadores de política fiscal, índices de precios y de costos, así como las encuestas de consumidores, empresarios y especialistas. Además el eurosistema evalúa una gama completa de previsiones de inflación elaboradas por organismos internacionales y de otras autoridades, participantes en el mercado, para elaborar también su propio análisis de las perspectivas de inflación.

La evaluación de los riesgos de inflación requiere distinguir, por una parte, entre perturbaciones temporales o permanentes y, por otra parte, entre factores que inciden sobre los precios en el corto plazo, como un incremento del IVA, y aquellos otros cuyos efectos se dejan sentir en el mediano y largo plazos, a través de un proceso de

transmisión más complejo, como sucede con las tensiones en el mercado de trabajo.

Una parte importante del trabajo se realiza a través del análisis de los elementos siguientes: indicadores de coyuntura, un conjunto de previsiones macroeconómicas basadas en modelos convencionales y un conjunto de previsiones de analistas económicos dentro y fuera del eurosistema. En primer lugar, los indicadores de coyuntura están orientados a identificar las fuerzas que determinan la situación general de precios y a distinguir entre factores más temporales y tendencias subyacentes [BCE, 1999 c]. Estas últimas se reflejan en las condiciones generales de la oferta y demanda y adquieren una mayor relevancia por corresponderse con la orientación a mediano plazo de la política monetaria.

La evaluación de las condiciones de demanda agregada se realiza a través del análisis de cada uno de sus componentes: consumo privado, consumo público, inversión, exportaciones e importaciones. La capacidad predictiva de cada uno sobre los precios descansa sobre los razonamientos avanzados por la teoría económica. Tomando como ejemplo el consumo privado, que representa el 60% del PIB real del área del euro, el BCE analiza la evolución de las remuneraciones por asalariado y la riqueza financiera debido a la existencia de efectos sobre los precios derivados de cambios en la renta disponible, en la demanda y en la riqueza financiera.

La evaluación de las condiciones de oferta se realiza a través del análisis de la producción industrial, de la construcción y del sector servicios. Entre los principales indicadores de las presiones sobre los precios figuran la evolución del mercado de trabajo y la utilización de la capacidad productiva. La tasa de desempleo es el indicador más destacado de las tensiones del mercado de trabajo. Sin embargo este enfoque presenta algunas limitaciones, entre otros, problemas de confiabilidad que presentan los datos del desempleo y cuestiones relativas a las regulaciones y a las características institucionales del mercado de trabajo que conducen a rigideces a la baja de los salarios, incluso en presencia de una tasa elevada de desempleo.

Alguna otra limitación, que surge de la confusión entre efectos a corto y largo plazo, debe ser apuntada. Un aumento de los impuestos sobre el consumo se utiliza como un ejemplo de un factor interno de eficacia limitada en el corto plazo y ante el cual la política monetaria no debe reaccionar. De acuerdo con el Bundesbank [1999: 5] “la política monetaria puede tolerar los *first-round* effects de tales cambios en el nivel de precios”. Sin embargo, el mecanismo de transmisión de un aumento de dichos impuestos, como se ve en el esquema, puede resultar más complejo y conducir a efectos de “segunda vuelta” ante los cuales deberán ser tomadas decisiones de política monetaria:

□ □ IVA □ □ Precios □ □ Salarios □ □ Precios □ □ M

En el apartado de los indicadores concretos de precios y costos se analizan los siguientes: (i) precios de las importaciones y de materias primas; (ii) precios industriales; (iii) costos laborales, y (iv) indicadores basados en encuestas sobre la evolución esperada de los precios [BCE, 2000 b]. Estos indicadores constituyen una categoría limitada pero bastante homogénea de indicadores estrechamente relacionados.

Los efectos de los precios de importación sobre el IAPC pueden ser directos, cuando las materias primas forman parte del consumo directo de las familias (como el petróleo), indirectos, cuando forman parte del conjunto de factores utilizados en la producción de bienes y se transmiten básicamente a través de los precios industriales. A su vez, este indicador también incorpora los efectos de las variaciones del tipo de cambio, que se caracterizan por tener efectos inmediatos sobre los precios.

El BCE presta atención también a la evolución de los precios industriales en sus tres principales componentes de bienes intermedios, bienes de consumo y bienes de equipo, así como también a los costes laborales.

Por último, el BCE examina la evolución futura esperada de los precios, que pueden obtenerse a partir de las encuestas económicas. Entre éstas, (i) la encuesta empre-



sarial es una fuente de información útil y puntual sobre el comportamiento de los precios industriales; (ii) la encuesta del consumidor de la Comisión Europea está más directamente relacionada con la evolución de los precios de consumo. En dicha encuesta, la pregunta consiste en comparar el comportamiento actual de los precios con sus expectativas para los próximos doce meses. A nivel empírico, la evolución del IAPC y la tendencia esperada de los precios presentan una elevada correlación en el periodo 1990-2000 [BCE, 2000 b: 48-49]; (iii) la encuesta a expertos en previsión económica trata de estudiar la evolución futura de los precios de consumo en los próximos uno o dos años. Una vez al año, los encuestados deben adelantar sus expectativas de inflación para los próximos cinco años, referidas al IAPC.

En torno a la independencia del BCE

El énfasis que en parte de la literatura se pone en la independencia y que, en buena medida, impregnó todo el proceso de creación del EBC y del SEBC debe matizarse. Se entiende que para que el SEBC cumpla el objetivo principal de la estabilidad de precios establecido por el Tratado de Maastricht debería dotársele estatutariamente de un significativo grado de autonomía. A este planteamiento subyace el propósito de evitar las interferencias de los gobiernos en la conducción de la política monetaria debido al posible conflicto, a corto plazo, entre los objetivos de control de precios y de empleo, entre otros.

Teniendo en cuenta que las economías de la unión europea presenta ciertas diferencias estructurales, algún gobierno nacional puede intentar influir sobre el BCE para que éste adopte una decisión de política monetaria orientada a resolver un problema interno. Por ejemplo, si España presenta un diferencial de inflación respecto a la media de la unión, podría presionar para un aumento de los tipos de interés de intervención al propio tiempo que Alemania, que no tiene un problema inflacionario, intentaría forzar una reducción de los mismos para animar el crecimiento económico. El BCE no puede actuar bajo las presiones de ningún gobierno de manera que cada estado deberá adoptar políticas económicas nacionales para resolver un problema como el del ejemplo. El artículo 107 del Tratado y el 7

de los estatutos del SEBC establece el principio de que ni el EBC, ni los bancos centrales nacionales, ni cualquier otro miembro de sus órganos de decisión podrán buscar o dar instrucciones a las instituciones de la comunidad, de ningún gobierno de un estado miembro o de cualquier otro organismo. Como señala Lamfalussy [1997: 2], “La puerta a la política monetaria única está cerrada de ambos lados, y ni el SEBC ni terceras partes pueden abrir la puerta para instrucciones de política. Incluso los intentos para hacerlo ya entraría en conflicto con las provisiones del Tratado y del Estatuto del SEBC”.

Sin embargo, el interés por el concepto y el significado de la independencia de la institución monetaria, como la *nueva ortodoxia* de la política monetaria, se apoya en hechos que, en principio son cuestionables, como señalan Debelle y Fischer [1994]. El primero se sitúa en torno al éxito histórico antiinflacionario alcanzado en Alemania en las últimas cuatro décadas. Se trata de una experiencia interesante, pero desde el punto de vista teórico es posible establecer otras causas diferentes de la supuesta independencia del banco central. A este respecto, Hall [1994] argumenta que los resultados obtenidos en el control de la inflación podrían deberse más bien a la ausencia de rigideces en el mercado de trabajo, lo que habría contribuido a unas adecuadas negociaciones salariales. Otros argumentos se sitúan en el terreno de la literatura académica, teórica y empírica, en torno al debate reglas *versus* discreción, sobre todo a partir de los trabajos de Kydland y Prescott [1977], Persson y Tabellini [1993], Cukierman [1992], entre otros. Como señalan Debelle y Fischer [1994: 196], “[...] la literatura académica sobre inconsistencia dinámica no apunta directamente a un banco central independiente como solución para el sesgo inflacionario de la política discrecional; sino [...] como un argumento para una regla monetaria más bien que la discreción”. En efecto, una vez que el poder político estableciera la regla, el banco central ajustaría su actuación a la misma, sin que tenga que ser la independencia una condición para el seguimiento de una regla.

Además, cuando el debate se resuelve a favor de las reglas de política monetaria, el proceso de discusión continúa y se amplía en torno al tipo de reglas que se han de seguir,



bien sea que éstas se refieran a la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero o *money rules* [Friedman, 1956, 1969; Friedman y Kuttner, 1996]¹, o a las reglas de tipos de interés o *Taylor rules* [Taylor, 1993, 1999].

Por su parte, si bien diversos trabajos empíricos muestran una correlación negativa entre independencia de los bancos centrales y tasa de inflación a largo plazo, otras investigaciones han descubierto una correlación también negativa entre el grado de aversión de la colectividad a la inflación y esta última. En este sentido se argumenta que los banqueros centrales conservadores reaccionan más débilmente ante los choques de producto (por ejemplo, ante un aumento del desempleo) que frente a un incremento de la inflación. “El grado óptimo de conservadurismo del banco central depende de la aversión de la sociedad a la inflación y a las fluctuaciones de la producción” [Rogoff, 1985: 215]. De esta manera, los países con menor aversión a la inflación se corresponden con países cuyos bancos centrales tienen una mayor dependencia respecto de otras instituciones de poder.

Para caracterizar la independencia del SEBC hemos de distinguir entre la independencia para fijar el objetivo y la independencia para instrumentar el objetivo. En este sentido, el propósito central del Tratado de Maastricht y de las instituciones monetarias europeas creadas por él es lograr la estabilidad de precios. El SEBC cuenta, pues, con un mandato claro. Como señalan Begg, Giavazzi y Wyplosz [1999: 221]. “ha consistido en garantizar que la tecnología del compromiso (*commitment technology*) del BCE sea el modelo más rígido posible”. El BCE selecciona y decide el establecimiento de los instrumentos monetarios. Por tanto, el BCE tiene la independencia para instrumentar, pero no para fijar el objetivo, lo que, en el enfoque de Grilli, Masciandaro y Tabellini [1991], equivale a decir que la institución monetaria dispone de independencia económica, pero no política.

Este aspecto ha sido objeto de atención en diversos trabajos, derivados de la ambigüedad con que suele utilizarse

el término “independencia”. Hay poderosos argumentos teóricos a favor del objetivo de control de la inflación, concentrados en torno a las hipótesis de la ausencia de efectos reales de la política monetaria a largo plazo (el incremento de la cantidad de dinero se traduce en inflación), de que la estabilidad de precios facilita el crecimiento de la renta real y la experiencia negativa de las décadas inflacionarias de los setenta y ochenta. Sin embargo, como señala Cooper [1994], cada uno de estos argumentos tiene flancos susceptibles de ser criticados, sobre todo cuando las ventajas de un proceso fuertemente desinflacionario se comparan con los costos en términos de pérdida de empleo.

La crítica se centra en la rigidez que impone la regla de la unanimidad de los parlamentos de todos los países miembros de la unión para modificar el Tratado y, por tanto, para la modificar el objetivo último del SEBC, en su caso. Frente a esta rigidez formal, el Bundesbank, la Reserva Federal estadounidense y otros bancos centrales independientes fueron creados con estatutos simples, de manera que una modificación de los mismos podría menoscabar la independencia; sin embargo, en la práctica no resulta sencillo. En realidad, no se trata de proteger la independencia con reglas casi inamovibles, sino que la práctica responsable de la política monetaria por el banco central en una sociedad democrática está respaldada, y eso es lo que interesa, por la opinión pública mayoritaria. Algunos autores encuentran en el planteamiento que el Tratado de Maastricht hace de la autonomía del SEBC una especie de independencia no sólo respecto de toda interferencia del gobierno en el ejercicio de la política monetaria sino, incluso, una separación del proceso político, independencia esta última que no tienen otros bancos centrales con amplia reputación y credibilidad ganadas en el ejercicio exitoso de su objetivo.

La necesaria comunicación con el público y la transparencia

La orientación hacia la transparencia de los bancos centrales coincidió en el tiempo con importantes cambios institucionales o de diseño de las estrategias de política monetaria, en un intento de romper con la elevada in-

¹ Para una discusión en torno a las *money rules* y a las *Taylor rules*, véase W. Poole [1998].



flación de décadas pasadas cuyos efectos negativos sobre la economía de los países industrializados han sido profundos y duraderos. Como señala Winkler [2000], el renovado interés por la transparencia refleja la creciente atención que los bancos centrales dedican a las cuestiones de comunicación. Adicionalmente, el movimiento hacia la transparencia coincide con la tendencia hacia una mayor independencia de los bancos centrales así como con la creciente importancia de los mercados financieros y las expectativas de los agentes en la conducción de la política monetaria.

De la transparencia se deriva una mejora de la responsabilidad ante el público y ante sus representantes, que puede considerarse el *quid pro quo* de la independencia de un banco central en una sociedad democrática.

Sin embargo se han de señalar dos cuestiones: la primera se erige contra el argumento de que mayor transparencia hace a la política monetaria más predecible y más efectiva y creíble para alcanzar los objetivos, pues el debate en torno a dicho argumento permanece abierto en la literatura. A este respecto, “no está claro si la transparencia tiene algunos beneficios económicos” [Geraats, 2001: 7]. Un banco central débil preferirá la opacidad, pero la falta de transparencia de un banco central fuerte, adverso a la inflación, como el BCE, dañaría su reputación, sobre todo en sus comienzos, en donde ha de realizar grandes inversiones para ganarla. Si los mercados y los agentes interpretan erróneamente la reducción de los tipos de interés practicada por el BCE o la Reserva Federal durante el año 2001 como respuesta a la crisis económica, podría verse comprometida la reputación, incipiente en el primer caso. La inversión en reputación es inversamente proporcional a la opacidad del banco central. Los mercados prestan menos atención a las señales emitidas por un banco con escasa transparencia y, en consecuencia, éste invierte menos en reputación y genera un sesgo inflacionista en su política monetaria.

La segunda cuestión se refiere al propio concepto de transparencia por cuanto que, por una parte, éste presenta múltiples facetas y, por otra parte, puede significar distin-

tas cosas para distintas personas en función de la definición estricta o amplia que se adopte [Winkler, 2000].²

Geraats [2001] distingue cinco aspectos de la transparencia:

- 1) Transparencia política, que se deriva de la publicación de un objetivo último (las preferencias del banco central) claro, preciso y comprensible, como es el objetivo de la estabilidad de precios, definida como una tasa de inflación menor del 2% en la estrategia de política monetaria del BCE. Este aspecto de la transparencia fue analizado por Nolan y Schaling [1996] y descubren que una menor incertidumbre sobre las preferencias del banco central puede tener efectos beneficiosos y reducir el sesgo inflacionista.
- 2) Transparencia económica, que implica la publicación del conjunto relevante de los datos estadísticos, de los modelos y las previsiones del banco central. En el caso del BCE la publicación puntual de la evolución del agregado amplio M3 y de los datos relativos al conjunto amplio de indicadores analizado en secciones anteriores, todos ellos en base a los requisitos de información del BCE en el ámbito de las estadísticas económicas generales, como exige la propia institución monetaria, que impone severas condiciones para la recogida y tratamiento de los datos, tanto a nivel general como de cada uno de los países de la UEM, para su publicación con un alto grado de puntualidad y fiabilidad y para evitar las revisiones de los mismos [BCE, 2000 c]. Este enfoque de la transparencia da acceso al público a toda la información económica, como datos, modelos y previsiones, relativa a las decisiones del banco central. A nivel empírico, Geraats [2001] identifica algunos beneficios de este aspecto de la transparencia. En concreto, destaca la capacidad del banco central para construir reputación, reduce el sesgo inflacionista y le otorga una mayor flexibilidad para responder a los choques en la economía. Sin embargo, los trabajos de Gerbach [1998] y Cukierman [1999], con un modelo que incluye un mecanismo de transmisión monetaria, descubren que la

² Para una extensa revisión de la literatura sobre transparencia véase Winkler [2000: 9-15].



publicación de las previsiones por parte del banco central reducen el bienestar en la medida en que los choques de oferta revelados por dichos pronósticos son incorporados en las expectativas de los agentes. En general, las conclusiones desfavorables de la transparencia económica giran en torno a la existencia de información perfecta sobre las preferencias del banco central. Sin embargo, bajo el supuesto de alguna incertidumbre sobre las intenciones del banco central, diversos trabajos de investigación obtienen claros argumentos a favor de la transparencia económica.

- 3) Transparencia del procedimiento a través del establecimiento de adecuados canales de información sobre la estrategia de política monetaria, de las deliberaciones internas (publicación de las actas de las reuniones y de los resultados de las votaciones). Anteriormente hemos indicado que el BCE hace pública su estrategia de política monetaria con especificación de su objetivo y de sus dos pilares, cumpliendo, en parte, la transparencia de procedimiento. Sin embargo, una crítica recurrente en la literatura reciente se fundamenta en el hecho de que las actas y votaciones del Consejo de Gobierno no se hacen públicas. Algunos autores sostienen que la publicación de las actas podría limitar la franqueza de los debates y que de la publicación de las votaciones se podrían derivar presiones del público de los diferentes estados soberanos sobre sus respectivos miembros en el Consejo. Por otra parte, la experiencia internacional no es concluyente respecto de las ventajas del cumplimiento de tales requisitos. “La práctica del BCE de explicar rápidamente las razones de sus decisiones inmediatamente después de que han sido tomadas es una forma más eficiente y moderna de responsabilidad que publicar las actas algunas semanas después del evento” [Hämäläinen, 2001]. Al margen de la literatura “oficial”, este aspecto de la transparencia, en particular la publicación de las actas y de las votaciones, fue analizado por Goodfriend [1986], Buitter [1999] e Issing [1999].
- 4) Comunicación de las decisiones de política monetaria, como las modificaciones de los tipos de interés. El BCE utiliza los instrumentos y los procedimientos en el ejercicio de la política monetaria que son bien conocidos

por el público y por los mercados, tanto en lo que se refiere a la inyección de liquidez, a través, sobre todo, de las operaciones principales de financiación, en cuyas subastas semanales se determina el tipo de interés a corto plazo, y las facilidades permanentes. Para drenar liquidez del sistema utiliza las denominadas facilidades de depósito. Por su parte, un coeficiente de encaje cumple las funciones propias de este instrumento. A efectos de la transparencia de la comunicación, el informe “La Política Monetaria Única en la Tercera Fase. Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC” ha sido publicado en 1998, en todas las lenguas de la unión, al igual que cualquier modificación o actualización que se haga del mismo. No en balde el BCE se erige a sí mismo como el banco que se comunica con el público de forma más intensa. Esto nos conduce a la cuestión apuntada más arriba sobre la amplitud de la definición de transparencia que será tratada más adelante.

- 5) Transparencia de operaciones o *market transparency* sobre la implementación de decisiones de política, intervenciones en el mercado y control de errores. Esta última faceta de la transparencia fue estudiada en primer lugar por Cukierman y Meltzer [1986], quienes proveen motivaciones para la ambigüedad frente a la total transparencia y muestran que un banco central elige ensombrecer cambios en sus preferencias a través del control de errores. Bajo diferentes enfoques y con resultados diversos destacan los trabajos de Faust y Svensson [1998] [1999] y de Jensen [2000]. Este último, utilizando un modelo neokeynesiano, descubre que mayor transparencia podría reducir el bienestar social, avivando el argumento a favor del secreto.

Como se ha indicado más arriba, la noción de transparencia plantea también una segunda cuestión relativa a la extensión de la propia definición. Así, una noción unidimensional o estricta entiende que una mayor cantidad de información (y más precisa) se traduce automáticamente en mayor transparencia. Esta concepción de la transparencia, que es considerada por Winkler [2000] como apertura, supone que no existen fricciones potenciales en el proceso de la transmisión de la información.



Una definición amplia identifica la transparencia con el grado de genuina comprensión por el público del proceso de la política monetaria y de las decisiones de política. En este sentido, Winkler [2000] argumenta que la efectiva comunicación no es trivial; él propone que para alcanzar una exitosa comunicación, la transparencia ha de cumplir cuatro requisitos: apertura, claridad, honestidad y común comprensión.

La apertura se relaciona con la cantidad y la precisión de la información. El BCE cumple esta propiedad en la medida en que, como veremos, la cantidad de información, su periodicidad y la forma de transmitirla al público y a los mercados contiene algunos elementos multiplicadores. Las críticas se dirigen a la ausencia de publicación de las actas del Consejo de Gobierno, las votaciones y las distintas opiniones expresadas por sus miembros.

El requisito de la claridad en la presentación e interpretación de la información exige que ésta sea procesada, estructurada, condensada, simplificada y puesta en contexto para que resulte comprensible. Los agentes filtran e interpretan la información en un proceso microeconómico óptimo donde evalúan los costes y los beneficios marginales en orden a alcanzar una información eficiente. Este planteamiento nos conduce a una cuestión compleja, cuál es la existencia de distintos niveles óptimos de claridad para diferentes agentes o grupos de agentes. El BCE asume la existencia de grupos distintos de destinatarios de la información. “el BCE, en su política de comunicación, ha de tener en cuenta la diversidad de los grupos a los que se dirige. [...], las expectativas de los participantes en los mercados financieros y los analistas económicos con respecto al volumen y la naturaleza de la información del banco central son diferentes a las que tiene el público en general” [BCE, 2001: 61]. Hemos de añadir que dentro de cualquiera de estos grupos (participantes en mercados financieros, analistas y público) las expectativas en esta materia no son homogéneas. Las críticas se centran en torno a la excesiva complejidad de la propia estrategia de política monetaria sobre dos pilares, que es calificada como no transparente tanto por los partidarios de un objetivo directo de inflación como de un objetivo monetario. Unos y otros se pronuncia a favor de un menor número de

variables que las contenidas en el segundo pilar de la estrategia, incluso con un único y cuantificado pilar. Conviene señalar, no obstante, que cada uno de estos grupos reclama para sí la transparencia. Para los partidarios de objetivos monetarios, la inflación es difícil de prever; para los partidarios de un objetivo de inflación, los objetivos monetarios son ignorados en la práctica por los formuladores de política. Este último se puede considerar como un argumento favorable a la estrategia de política monetaria adoptada por el BCE.

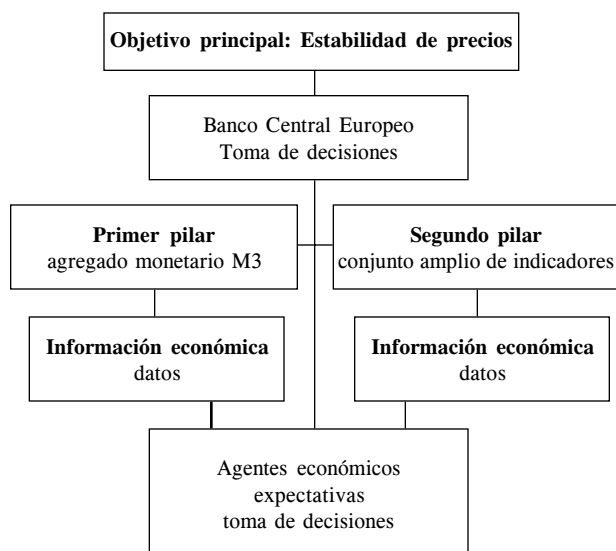
La honestidad en la transparencia se puede entender “como el grado al cual la representación de la información empleada en la comunicación externa se corresponde con la estructuración de la información adoptada internamente” [Winkler, 2000: 20].

La efectiva transmisión de la información incluye un emisor y un receptor. La transparencia resulta un fenómeno social más bien que una propiedad de particulares herramientas de la comunicación. Lo que importa es que ambas partes compartan un mismo lenguaje para codificar y decodificar los mensajes. Es cierto que la estrategia del BCE ha de ser explicada en un contexto de diferentes culturas y tradiciones, lenguajes y sensibilidades. Sin embargo, a medida que las economías de la UEM van convergiendo en todos los ámbitos, la joven institución monetaria ha de realizar un constante esfuerzo para salvar tales obstáculos, invirtiendo en desarrollar su propio lenguaje y su cultura corporativa, para servir sus particulares necesidades de coordinación interna y externa, y en enseñar dicho lenguaje al público y a los mercados. Teniendo en cuenta los avances en las modernas tecnologías de la comunicación así como los medios de todo orden con que cuenta el BCE, pensamos que la pluralidad de lenguas en los países de la unión no deben constituir problema adicional alguno. Naturalmente, hablar con una sola voz o con un lenguaje único es compatible con el hecho de que los miembros de los órganos de gobierno del banco hablen alemán, francés, inglés o español.

Una cuestión más compleja surge cuando la comunicación no se establece entre un emisor (el banco central) y un receptor (el público y los mercados), sino, como ocurre

en la realidad, la comunicación toma lugar entre el emisor (que suponemos habla con una sola voz) y una multitud de receptores con diferentes expectativas y distintas interpretaciones de la realidad. Los esfuerzos de coordinación serán todavía más necesarios si, como ocurre en el BCE, las decisiones se toman por un comité y no por un actor individual. “*Ceteris paribus* se puede esperar que una decisión de política será menos predecible en un comité que si ha de ser tomada por un actor individual y cualquier forma de precompromiso más difícil de sostener” [Winkler, 2000: 24].

Figura 2
La estrategia de política monetaria del BCE



La figura 2 es una representación esquemática del proceso de comunicación entre el BCE y los agentes. Como se puede observar, la información contenida en los dos pilares de la estrategia de política monetaria son combinados sistemáticamente por el Consejo de Gobierno y, en función de los efectos que la combinación de datos pueda inducir sobre el objetivo propuesto, a través de los distintos canales de transmisión, el BCE toma sus decisiones de política y las comunica de forma inmediata al público, utilizando los instrumentos que se describen a continuación. La diferencia que se hace en variables concretas es conse-

cuencia de su papel en el marco de análisis o de interpretación económica en que se sustenta cada pilar. En el primer pilar, como sabemos, está el agregado M3. Una desviación considerable o prolongada en el tiempo del crecimiento de M3 con respecto al valor de referencia, es un indicador que amenaza la estabilidad de precios. Sin embargo, en el segundo pilar se analizan las condiciones de la demanda y de la oferta agregadas, entre otras. Una crisis profunda y duradera de la demanda, en condiciones normales de oferta, puede aconsejar una relajación de la política monetaria. Por lo tanto, pudieran darse momentos, como es el caso del año 2001 en donde confluyen un cierto crecimiento elevado del agregado M3 con tipos de interés de intervención reducidos y una clara contracción de la demanda, lo que es compatible con la ausencia de compromiso específico del BCE en relación con las desviaciones del agregado monetario respecto de su valor de referencia.

La información económica contenida en los dos pilares se obtiene por el banco central. El público tiene acceso a parte de la información a través de canales distintos del BCE. Además existen instituciones privadas que ofrecen información estadística confiable; en algunos casos de calidad comparable a la de la propia autoridad monetaria. Como consecuencia de esta disponibilidad, así como de la completa información recibida del banco central a través de los distintos medios, los agentes forman sus expectativas y toman sus decisiones, como se observa en la parte inferior de la figura 2. De esta manera, las decisiones del banco central dependen de toda la información analizada y procesada sistemáticamente, pero también de las decisiones de los agentes, de la misma manera que las decisiones de estos últimos dependen de las de la propia institución monetaria. El proceso resulta un continuo mediante la comparación de los resultados con la cuantificación del objetivo de inflación, el análisis de nuevos datos y una nueva toma de decisiones.

Actividades del BCE en el ámbito de la comunicación

Entre los desafíos a los que se enfrentan los bancos centrales en la actualidad figura el de asumir plenamente sus obligaciones de transparencia y responsabilidad fren-



te a la opinión pública. La responsabilidad es la contrapartida de la independencia acordada por el poder político e impone el deber de comunicación permanente, la transparencia de los resultados y el respeto al mandato confiado. Independencia no significa ausencia de rendición de cuentas, opacidad o ausencia de comunicación. De acuerdo con lo expuesto anteriormente, la autoridad monetaria es responsable, en última instancia, ante la opinión pública. De manera precisa, la comunicación con el público y con los mercados financieros resulta crucial para un banco central. En primer lugar, una comunicación eficaz puede contribuir a que la política monetaria alcance el objetivo de la estabilidad de precios. En segundo lugar, la comunicación se inscribe en la obligación de rendir cuentas. “En las sociedades democráticas [...], los bancos centrales independientes [...] tienen que explicar sus decisiones y responsabilizarse ante el público y sus representantes legalmente elegidos de los resultados de sus decisiones” [BCE, 2001 b: 59].

La estrategia de política monetaria del BCE, descrita anteriormente, debe contener los elementos que permitan al público comprender los objetivos de la política monetaria de forma cabal. Una comunicación eficaz y un alto grado de transparencia son dos vías para aumentar la confianza de los mercados financieros y del público en general. El BCE sostiene que se comunica con el público “en forma más intensa que casi ningún otro banco central del mundo” [BCE, 2001 b: 59]. En realidad, un banco central joven, que no goza de la experiencia y de la credibilidad de otros bancos centrales, como el Bundesbank y la Reserva Federal, se ve en la necesidad de implantar una política de comunicación eficaz reconociendo, además, que su política monetaria se implanta en un entorno multilingüe y multicultural. La necesidad de transparencia y comunicación se reconoció en los estatutos del SEBC y del BCE, que impone ciertas obligaciones de contenido informativo, que desarrollaremos a continuación, y que conforman el conjunto de actividades en el ámbito de la comunicación.

Los objetivos generales de eurosistema en materia de comunicación son:

- 1) Contribuir a la eficacia y la eficiencia de la política monetaria.
- 2) Promover la aceptación pública del eurosistema y de sus políticas en los países que lo integran y en terceros países.

Los principios orientativos para alcanzar dichos objetivos se resumen en dos:

- 1) “Hablar con una sola voz” sobre la política monetaria única de la zona del euro. En este sentido, Hämäläinen [2001], señala como una de las críticas a la política de comunicación del BCE la de que “habla con muchas voces” y que no siempre se ha tenido éxito en esta materia. Hay algunas razones objetivas que hacen más difícil la comunicación, como son (i) el hecho de un contexto multicultural, con tradiciones, lenguas y motivos diferentes que conducen a interpretaciones también diferentes, (ii) las diferencias estructurales en las economías del área del euro que implican que los efectos pretendidos por la política monetaria en la práctica sean interpretados como contradictorios con la situación particular en alguno de los países miembros, y (iii) el fenómeno de la nueva economía, que cambió la velocidad y el formato de la información, unido todo ello a la orientación cortoplacista y especulativa (a veces incluso emocional) de los agentes, que responden de forma inmediata a cualquier información en los medios. Esta nueva realidad, unida al hecho de la orientación de la política monetaria del BCE a mediano plazo, plantea, sin duda, un nuevo desafío frente a un entorno en el que todos hemos de aprender a vivir y a comunicarnos. Para los bancos centrales, los comportamientos de los mercados financieros se sitúan a veces en el límite de la racionalidad macroeconómica: “parecen obedecer demasiado a menudo a una lógica de corto plazo y son propensos a sobrerreaccionar [...]. La comunicación de los bancos centrales frente a los mercados consiste en recordar los fundamentales a medio plazo y a suavizar las anticipaciones de los mismos” [George, 2000: 101].

- 2) Fomentar la transparencia de los objetivos, funciones y acciones en relación con los objetivos del Eurosistema



y promover la confianza, contribuyendo a la rendición de cuentas.

¿Cómo se comunica el BCE con el público?. En esta sección nos centramos en las formas diversas en que el banco central materializa la comunicación con las instituciones públicas y privadas, con los mercados financieros y con la opinión pública en general. Esta comunicación se concreta en conferencias de prensa, periódicas o tras cualquier acontecimiento imprevisto que suponga la necesidad de transmitir nuevas señales de política monetaria; en publicaciones periódicas con información completa sobre la evolución de las variables monetarias y reales relevantes así como la inclusión de análisis prospectivos a corto, mediano y largo plazos; en comparecencias de las autoridades monetarias respectivas ante el Parlamento Europeo y ante los distintos parlamentos nacionales; en entrevistas en los medios de comunicación: prensa, radio, televisión y en coloquios monetarios internacionales, con intervención de los banqueros centrales, expertos en cuestiones monetarias y académicos.³

En materia de comunicación con la opinión pública los bancos centrales dispondrán de un sistema de acceso fácil y rápido a sus bases de datos, informes, boletines, conferencias, etc., al servicio de los profesionales, estudiantes, investigadores y cualquier ciudadano interesado.

Los instrumentos concretos que utiliza el BCE para materializar la comunicación pueden clasificarse en dos grupos:

a) Intervenciones personales.

Conferencias de prensa periódicas: el presidente y el vicepresidente ofrecen una conferencia inmediatamente después de la primera reunión mensual del Consejo de Gobierno. En estas conferencias se explican a los medios de comunicación las decisiones del Consejo y los representantes de los medios pueden formular preguntas.

³ Véanse a este respecto las importantes aportaciones de los participantes (A. Greenspan, J. de Larosière, W. Duisenberg, P. Kenen, C. Konan, etc.) en el coloquio organizado por el Banco de Francia en mayo de 2000, *Boletín del Banco de Francia*, núm. 82, octubre de 2000.

Comparecencias: cada trimestre, el presidente comparece ante la comisión de asuntos económicos y monetarios del Parlamento Europeo. “Estas audiencias pueden considerarse las piedras angulares del proceso por el que la institución monetaria está obligada a rendir cuentas” [BCE, 2001 b: 62]. Las actas de las mismas son difundidas ampliamente en los medios de comunicación.

Discursos públicos: los discursos de los miembros del Comité Ejecutivo tienen como finalidad acceder a un público amplio, dentro y fuera de la zona del euro. Cuando se dirigen a los líderes de la opinión pública nacionales e internacionales, estos discursos tienen un claro efecto multiplicador.

Entrevistas: los miembros del Comité Ejecutivo conceden entrevistas a los periódicos, revistas y medios electrónicos. Generalmente, los miembros de dicho comité se dirigen a los medios de comunicación de su propio país en su propia lengua. Esto contribuye a una más completa información en un contexto multilingüe como es la UEM.

Conferencias académicas: con ellas se fomenta la interacción y la comunicación entre los economistas interesados en temas de política monetaria. Sus actas se difunden por vía electrónica.

Recepciones a grupos de visitantes: todos los días se reciben grupos de visitantes a los que se informa de la labor que desarrolla el BCE. En la medida en que los grupos de visitantes estén compuestos por profesores de economía, banqueros, especialistas y otras personas con influencia en la opinión pública, estas visitas producirán también un efecto multiplicador.

b) Publicaciones:

Boletín mensual que incluye una valoración general de la situación económica en el área del euro que puede interpretarse, en alguna medida, como una hipotética transmisión de señales de política monetaria. Se incorpora en dicho boletín un amplio análisis de la evolución monetaria y financiera, de los precios, de producto, demanda y mercado de trabajo, gastos e ingresos públicos y déficit público. Se complementa esta información con la evalua-



ción del entorno macroeconómico mundial, los mercados de divisas y la balanza de pagos, así como un anexo amplio de datos estadísticos. Adicionalmente, dicho boletín incorpora documentos de trabajo y análisis técnicos en materia de política monetaria y del mecanismo de transmisión monetaria, elaborados por el personal del banco para su revisión en círculos profesionales y su evaluación científica.

Informe anual que ofrece una panorámica de la política monetaria del BCE en el año anterior y en el actual, al tiempo que describe otras actividades del eurosistema y del SEBC. Este informe anual se dirige a las más importantes instituciones de la unión tales como: el Parlamento Europeo, el Consejo de la UE, la Comisión Europea y el Consejo Europeo. Como respuesta al contexto multilingüe y multicultural, este informe y multitud de trabajos se traducen a todos los idiomas oficiales de la comunidad.

Informes especializados, documentos de trabajo y folletos dirigidos a grupos de especialistas en distintos campos de la economía e incluso al público en general.

Working Papers: en esta serie de documentos de trabajo, elaborados por especialistas e investigadores, se presentan los resultados de los estudios económicos del BCE, dirigidos principalmente al mundo académico.

Occasional Papers: abarcan contenidos de las distintas áreas de la política económica. Sus destinatarios son otras autoridades económicas, el mundo académico, los medios de comunicación y el público en general.

Instrumentos y actos jurídicos del BCE: Se publican en el diario oficial de las Comunidades Europeas (DOCE). Al mismo tiempo, el BCE elabora y actualiza un *compendium* de todos sus instrumentos jurídicos públicos.

Notas de prensa periódicas: se dirigen a más de 200 medios de comunicación y hacen referencia a decisiones de política monetaria, estados financieros consolidados semanales del eurosistema, la evolución mensual de la balanza de pagos y la evolución monetaria de la zona del euro. Estas notas de prensa, según su naturaleza, son semanales, quincenales o mensuales.

Notas de prensa específicas que contienen información sobre proyectos importantes, anuncios de nuevas publicaciones, etcétera.

Incorporación de todos los documentos a internet: el BCE valora la red como un medio importante para la comunicación y para emitir información. Los documentos del BCE pueden ser descargados por los interesados en los distintos temas. Una parte del sitio en la red se destina a las instituciones financieras y otra parte permite el acceso a la información estadística, muy útil para los investigadores, para los estudiantes, y para cualquier ciudadano interesado.

Como se puede observar, la cantidad de la información oral y escrita emitida por el BCE por todos los medios, es considerable y, en ese sentido, se puede entender que la transparencia en su definición unidimensional queda garantizada. Sin embargo el consenso no es tan amplio cuando se considera la transparencia en su sentido amplio. Asumimos que el BCE es una institución joven y ha de realizar muchos más esfuerzos para lograr una información eficiente al tiempo que va adquiriendo experiencia y forjando una reputación.

Los límites a la transparencia vienen impuestos por la confidencialidad de las deliberaciones y las restricciones a la información relacionadas con las futuras decisiones. Su justificación se fundamenta, desde un punto de vista teórico, por los efectos perniciosos que podrían tener en los mercados más sensibles a las señales transmitidas con anticipación por la autoridad monetaria, como son los mercados financieros y de divisas. La confidencialidad de las actas ha sido objeto de diversas críticas basadas en el contraste de la actuación del BCE con la de otros bancos centrales, como el Banco de Inglaterra, la Reserva Federal o el Banco de Japón, cuyas deliberaciones y procedimiento de toma de decisiones son públicos. “En principio, la publicación de una evaluación general de las tensiones inflacionarias se percibe como un progreso sustancial, tanto en Europa como en Estados Unidos” [Banco de Francia, 2000: 102].

La credibilidad del Banco Central Europeo

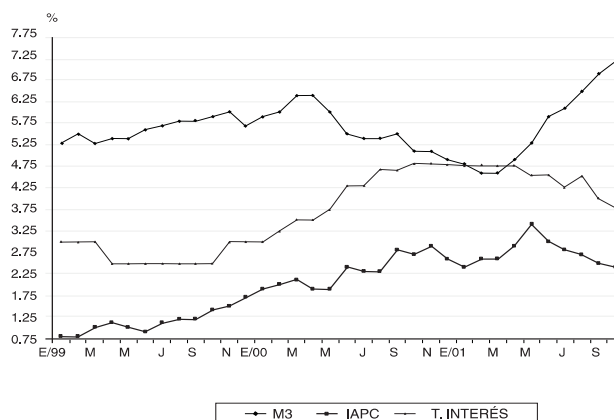
Se ha insistido mucho sobre el objetivo último de la estabilidad de precios asignado al BCE. Como se señaló, algunos aspectos relacionados con el incumplimiento del objetivo de determinada tasa de inflación caen fuera del alcance de la política monetaria. Incluso puede resultar insuficiente una más adecuada coordinación de las políticas monetaria y fiscal. Respecto a la definición del objetivo de la estabilidad de precios, el artículo 105.1 del Tratado establece que, sin perjuicio de este objetivo, el SEBC tiene que apoyar las políticas económicas generales de la Comunidad Europea, actuando según los principios de una economía de mercado abierta y de libre competencia, favoreciendo una asignación eficiente de los recursos.

La credibilidad del formulador de políticas dependerá en buena medida del éxito en los objetivos propuestos. Si éstos se alcanzan en términos precisos, el logro de la credibilidad en la opinión pública no presenta problemas adicionales y su aporte a la formación de las expectativas resultará muy positiva, al tiempo que reforzará la colaboración de los agentes. Por el contrario, si los objetivos no se cumplen de forma precisa en el tiempo o en la cuantificación anunciada, la claridad en la comunicación adquiere una importancia vital en la reconducción de las expectativas de los agentes ante la reorientación de la política monetaria.

Este podría ser el caso del BCE, que después de 36 meses de ejecutar la política monetaria común mantiene durante un largo periodo una ligera desviación del límite superior del objetivo de inflación establecido (2%) y una clara desviación del valor de referencia del primer pilar de su estrategia de política monetaria (4.5%). Como se observa en la figura 3, la tasa de inflación, medida con el IAPC, se sitúa sistemáticamente por encima del objetivo a partir de marzo de 2000, y la tasa de variación del agregado monetario, en media móvil de tres meses, se mantuvo sistemáticamente por encima del valor de referencia, situándose la tasa de crecimiento de este indicador adelantado de la inflación alrededor del 7% a finales de 2001.

Gráfica 3

BCE: Tipos de interés, M3 e inflación



Fuente: BCE y Eurostat.

Si nos centramos en la decisión concreta de reducción del tipo de intervención en 25 puntos base, tomada por el BCE el 30 de agosto de 2001, podremos destacar el esfuerzo de comunicación que ha de llevar a cabo la institución para explicar a los agentes la racionalidad que subyace a su política en un intento, de acuerdo con King [1996], de reducir la posibilidad de malos entendidos y la volatilidad de las expectativas del sector privado. Decisiones como ésta, que expresan, en alguna medida, una sensibilidad ante un objetivo distinto del de la estabilidad de precios, deberán basarse en los indicadores que constituyen el segundo pilar de la estrategia de política monetaria, es decir, los indicadores de las expectativas de inflación contenidas en la evolución de los salarios, tipos de cambio, precios de los valores de renta fija y de la curva de rendimientos, diversas medidas de la actividad real, índices de precios y de costos, encuestas de confianza empresarial y de los consumidores, etc. Ha de tenerse en cuenta que el comportamiento de la inflación y, sobre todo, la evolución del primer pilar de la estrategia resultan, contradictorios con una reducción de los tipos de las operaciones principales de financiamiento cuando el objetivo último es la estabilidad de precios.



Conclusiones

La estrategia de política monetaria del SEBC encierra cierta complejidad al sustentarse sobre dos pilares, uno de los cuales (el segundo) plantea la necesidad de una información estadística de gran calidad, pues el propio BCE asume que nada es más importante para la conducción de la política monetaria que disponer de buenas estadísticas. Si bien el BCE y la agencia de información eurostat han realizado grandes esfuerzos para dotar a la UEM de un sistema estadístico ideal, capaz de alcanzar un equilibrio entre la frecuencia de la publicación de los datos (en tiempo real) y la cantidad y la calidad de los mismos (ausencia de revisiones), la propia estrategia presenta algunas lagunas, tanto en la definición del objetivo como en sus dos pilares.

Consideramos deseable que el BCE realice un esfuerzo en la delimitación de la dimensión temporal de materialización del objetivo de inflación, precisando más su orientación a medio plazo. En relación con el agregado monetario M3, entendemos que, si bien no se trata de un objetivo monetario, sí se deberían reconducir de una manera más estrecha las desviaciones del agregado respecto del valor de referencia. Ello contribuiría a una más adecuada formación de expectativas por los agentes. En relación con el segundo pilar, resultaría de ayuda el establecimiento de alguna ponderación de los distintos indicadores que componen el denominado “conjunto amplio de indicadores de expectativas de inflación”. También podría contribuir a la toma de decisiones una relación más estrecha del BCE con los centros de estudios y de investigación de instituciones públicas y privadas, algunos de los cuales disponen de datos estadísticos de calidad comparable.

El BCE realiza un gran esfuerzo didáctico y de divulgación de su estrategia de política monetaria. Son numerosos los trabajos que se publican en su boletín mensual sobre la materia, algunos de los cuales son referencias bibliográficas de este trabajo. De esta manera, el banco central intenta equilibrar la claridad y la sencillez, por una parte, con la transparencia y la honradez, por otra. Si definimos la transparencia como la cantidad y la precisión de infor-

mación que se ofrece al público, la conducción de la política monetaria por el BCE satisface ampliamente este requisito. Si se define en sentido amplio, como el grado de correspondencia entre los procedimientos internos en la toma de decisiones y la forma en que se explican a la opinión pública tales decisiones, el BCE, como otros bancos centrales se enfrentan a la existencia de agentes o grupos de agentes diferentes, por una parte, y con la orientación a corto plazo y especulativa de los mercados financieros y de los mercados de divisas, por otra. Unos y otros buscan información específica o interpretan la misma información con objetivos distintos, lo que contrasta con la orientación de la política monetaria a medio y largo plazo. Aunque el BCE se califica a sí mismo como el más transparente del mundo y, si bien ha realizado grandes esfuerzos en un espacio muy corto de tiempo, a nuestro entender, deberá perseverar en su objetivo y en sus esfuerzos para ganar reputación.

En lo que se refiere al cumplimiento del objetivo, los resultados son satisfactorios. Aunque los dos últimos años la inflación se situó sistemáticamente por encima del objetivo, es imputable, en parte, al encarecimiento del petróleo y otras materias primas en el año 2000 y primera parte del 2001. Pero, sobre todo, se ha asumido que las economías de la unión presentaban a mediados de la década de los noventa, y todavía presentan, rasgos estructurales diferentes. Los esfuerzos realizados en la liberalización de determinados sectores y en la consecuente creación de marcos reales de competencia en algunos de los estados de la unión (entre los cuales España es un ejemplo destacado) han sido notables, pero consideramos que debe continuarse por el camino de las reformas estructurales, toda vez que la política monetaria del BCE no se orienta a la estabilidad de precios en una determinada economía, sino a la estabilidad de precios en toda la unión.

La evolución del crecimiento del agregado amplio M3 resulta poco satisfactoria. Si la inflación es a largo plazo un fenómeno monetario, parece estarse configurando un marco de expectativas de inflación. De acuerdo con nuestra exposición de la teoría cuantitativa del dinero, ecuación 4, una tasa de crecimiento de M3 por encima del 7%

anual es compatible con una inflación del 4%, o alternativamente, con una tasa de crecimiento del PIB que duplique la tasa de crecimiento tendencial utilizada por el BCE para establecer el valor de referencia del agregado monetario en el 4.5%, todo ello si no se producen grandes cambios en la velocidad de circulación del dinero.

Cabe esperar que, con la entrada en circulación del euro en enero de 2002, se deteriore la posibilidad de control del agregado, en la medida en que los no residentes en el área del euro demanden la nueva moneda. El público mantiene en efectivo tan sólo el 7% del agregado, como se puede observar en la figura 1, por lo que el BCE sostiene que el efecto del euro será más bien bajo. Consideramos, no obstante, que este dato debe ser objeto de seguimiento en los próximos años, en función, sobre todo, del éxito de implantación de la moneda única. Por último, el acuerdo no es unánime respecto de la estabilidad del agregado M3, sobre todo teniendo en cuenta el intenso proceso de innovación financiera ocurrido en las décadas ochenta y noventa.

El BCE es independiente y la puerta está cerrada en los dos sentidos, como hemos indicado. Sin embargo no se debe subvalorar la voluntad, a veces expresada de forma vehemente ante distintos medios de comunicación, por miembros de algunos gobiernos que solicitan al banco central una determinada orientación de su política monetaria, en particular una reducción o una subida de los tipos de interés, en función de la situación de su economía respectiva, antes que adoptar las políticas nacionales, generalmente de oferta, porque no coinciden adecuadamente en el tiempo con el ciclo electoral respectivo.

En materia de credibilidad y reputación, el BCE es una institución joven, por lo que la reputación deberá ganarla con el paso del tiempo. Para ello deberá renunciar a la tentación de los beneficios a corto plazo y mantener el objetivo de la estabilidad de precios porque las ventajas de la lucha contra la inflación son de más largo alcance, su política será creíble y ganará reputación como otros bancos centrales de larga tradición antiinflacionaria. Aunque para ganar reputación es necesario que transcurra un periodo de tiempo más dilatado, las consecuencias de

las primeras decisiones son importantes para este objetivo, de manera que se podría pensar que el BCE invertiría en reputación con una política monetaria más restrictiva. Las ganancias de reputación deberán, sin embargo, ponderarse adecuadamente en función de la situación económica en cada momento.

La eficacia de la política monetaria está ligada estrechamente a la credibilidad y a la confianza que inspire a los mercados y a los agentes. La estrategia de política monetaria exige información y comunicación en dos niveles. Por una parte, la autoridad monetaria necesita un acervo de información y análisis para la toma de decisiones que permitan alcanzar la estabilidad de precios. El acervo de conocimiento de los bancos centrales varía con el proceso de aprendizaje, cuyos frutos se deberían transmitir al público con el objeto de complementar el segundo nivel, que consiste en configurar a la estrategia de política monetaria del eurosistema como un vehículo de comunicación.

Referencias bibliográficas

- Akerlof, G., W.T. Dickens y G. L. Perry [1996], "The Macroeconomics of Low Inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, pp. 1-59.
- Alchian, A. A. y B. Klein [1973], "On a Correct Measure of Inflation", *Journal of Money, Credit, and Banking* 5, pp. 173-191.
- Almeida, A. y Ch. Goodhart [1997], "¿Afecta la adopción de objetivos directos de inflación al comportamiento de los bancos centrales?", en *La política monetaria y la inflación en España*, Banco de España, Servicio de Publicaciones, pp. 535-617.
- Backus, D. y M. Driffil [1985], "Rational Expectations and Policy Credibility Following a Change in Regime", *Review of Economic Studies*, núm. 52, pp. 211-221.
- Ball, L. [1994], "What Determines the Sacrifice Ratio", en G. Mankiw (ed.), *Monetary Policy*, Chicago, University of Chicago Press.
- Banque de France [2000], "Indépendance e responsabilité: évolution du métier de banquier central", *Bulletin de la Banque de France*, núm. 82, octubre, pp. 95-105.



- Barro, R. y G. Gordon [1983], “Rules, Discretion, and Reputation in Model of Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economic*, núm. 72, pp. 101-121.
- Begg, D.K., F. Giavazzi y Ch. Wyplosz [1999], “Opciones para la futura política de tipos de cambio de la UEM”, en Aguado y Ahijado (eds.), *Lecturas de economía monetaria internacional*, Pirámide, Madrid.
- Bekx, P. [1998], “The implications of the introduction of the euro as an international currency”, Brussels, *ECU-Activities*, July.
- Bénassy-Quéré, A. [1996], “Potentialities and opportunities of the euro as an international currency”, París, *CEPII*, Working paper, núm. 96, pp. 9.
- Borio, C.E.V. y W. Fritz [1995], “The response of short-term bank lending rates to policy rates: a cross-country perspective”, Banco de Pagos Internacionales (BIS).
- Buiters, W.H. [1999], “Alice in Euroland”, *Journal of Common Market Studies*, núm. 37 (2), pp. 181-209.
- Bundesbank [1999], “Taylor interest rate and Monetary Conditions Index”, *Monthly Report*, abril, pp. 47-63.
- Calvo, G. [1978], “On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy”, *Econometría*, núm. 46, pp. 1411-1428.
- Cassola, N. [2000], “Monetary policy implications of the international role of the euro”, en *International Financial Markets and the Implications for Monetary and Financial Stability*, BIS, Conference Papers, núm. 8, pp. 79-91.
- Cooper, R. N. [1994], Discusión al trabajo de Goodhart y Viñals, en Jeffrey C. Fuhrer (ed.), *Goal, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Federal Reserve Bank of Boston, North Falmouth, Massachusetts, pp. 188-194.
- Cotarelli, C. y A. Kourelis [1994], “Financial structure, bank lending rates and the transmission mechanism of monetary policy”, FMI.
- Cukierman, A. [1992], “Central Bank strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence”, Cambridge, The MIT Press.
- _____ [1999] “Accountability, credibility, transparency and stabilization policy in the eurosystem”, *mimeo*, Tel-Aviv University.
- Debelle, G. y S. Fischer [1994] “How independent should a central bank be?”, en Jeffrey C. Fuhrer (ed.), *Goal, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Federal Reserve Bank of Boston, North Falmouth, Massachusetts, pp. 195-225.
- Domingo Solans, E. [2001], “La inflación, una variable clave para la política monetaria del BCE”. Intervención en el seminario internacional: *La inflación: indicador clave para la política económica*, Instituto de Crédito Oficial, Madrid, marzo.
- Drazen, A. [1989], “Monetary Policy, Capital Controls and Seigniorage in an Open Economy”, en Marcello De-Cecco y Alberto Giovannini (eds.), *A European Central Bank? Perspectives on Monetary Unification after Ten Years in the EMS*, Cambridge University Press, Cambridge, New York y Melbourne.
- Escrivá, J.L. [1994], “Some empirical evidence on the passthrough from money and capital markets interest rates into bank lending rates”, EMI.
- European Central Bank [1999a], “Euro area monetary aggregates and their role in the Eurosystem”, *Monthly Bulletin*, January.
- _____ [1999b], “The stability-oriented monetary policy strategy of the Eurosystem”. *Monthly Bulletin*, January, pp. 39-50.
- _____ [1999c], “El papel de los indicadores de coyuntura en el análisis de la evolución de los precios en el área euro”. *Boletín Mensual*, abril, pp. 31-46.
- _____ [1999] *Monthly Bulletin*, abril, pp. 18-20.
- _____ [1999d], “Potential output growth and output gaps: concept, uses and estimates”. *Monthly Bulletin*, October, pp. 37-47.
- _____ [2000a], “El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria”, *Boletín Mensual*, mayo, pp. 39-60.
- _____ [2000b], “Indicadores de precios y costos de la zona del euro: panorámica general”, *Boletín Mensual*, agosto, pp. 33-50.
- _____ [2000c], “Requisitos de información del Banco Central Europeo en el ámbito de las estadísticas económicas generales”, agosto.



- _____ [2000d], “Relaciones del BCE con las instituciones y organismos de la comunidad europea”, *Boletín Mensual*, octubre, pp. 49-64.
- _____ [2000e], “Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE”, *Boletín Mensual*, noviembre, pp. 51-61.
- _____ [2001a], “Relaciones del BCE con los organismos y foros internacionales”, *Boletín Mensual*, enero, pp. 59-76.
- _____ [2001b], “La política de comunicación del Banco Central Europeo”, *Boletín Mensual*, febrero, p. 65.
- _____ [2001c], “Cuestiones relativas a las reglas de política monetaria”, *Boletín Mensual*, octubre, pp. 41-55.
- _____ [2001d], “El contenido informativo de los indicadores sintéticos del ciclo económico de la zona del euro”, *Boletín Mensual*, noviembre, pp. 41-52.
- Fagan, G. P. [1998], “Implementation Problems of Monetary Policy Strategy”, en *Current Issues in Monetary Economics*, Physica-Verlag Heidelberg, New York, pp. 141-160.
- Faust, J. y L. E. Svensson [1998], “Transparency and credibility: Monetary policy with unobservable goals”, NBER, *Working Paper* 6452.
- _____ [1999], “The equilibrium degree of transparency and control in monetary policy”, NBER, *Working Paper* 7152.
- Feldstein, M. [1999], *The Costs and Benefits of Price Stability*, University of Chicago Press, Chicago.
- Fischer, I. [1913], “A Remedy for the Rising Cost of Living: Standardising the Dollar”, *American Economic Review*, diciembre III (1), suplemento, marzo, pp. 20-38.
- Friedman, C. [1996], “What Operating Procedures Should Be Adopted to Maintain Price Stability?-Practical Issues”, en Federal Reserve Bank of Kansas City (ed.), *Achieving Price Stability*, Kansas City, pp. 241-285.
- Friedman, M. [1956], “The Quantity Theory of Money; A Restatement”, en M. Friedman (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago University Press.
- _____ [1969], “The optimum quantity of money”, en *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, New York: Aldine.
- _____ y K. Kuttner [1996], “A Price Target for US Monetary Policy?, *Lessons from the experience with Money Growth Targets, Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 1, pp. 77-125.
- Funke, N. y M. Kennedy [1997], “International implications of the European Economic and Monetary Union”, Paris, OCDE, Economics Department, *Working paper* núm. 74.
- Galí, J. [2001], “Monetary Policy in the Early Years of EMU”. Centre de Recerca en Economia Internacional (CREI), Universitat Pompeu Fabra, Barcelona, marzo.
- George, E. [2000], “Independance et responsabilité: évolution du métier de banquier central”, *Bulletin de la Banque de France*, núm. 88, octubre.
- Geraats, P. M. [2001], “Why adopt transparency? The publication of Central Bank forecast”, European Central Bank, *Working Paper Series*, núm. 41, January.
- Gersbach, H. [1998], “On the negative social value of central bank’s transparency”, *mimeo*, University of Heidelberg.
- Goodfriend, M. [1986], “Monetary mystique: Secrecy and central banking”, *Journal of Monetary Economics*, núm. 17, pp. 63-92.
- Gordon, R. [1996], “The Macroeconomics of Low Inflation: Comment”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, pp. 60-66.
- Grilli, V., D. Masciandaro y G. Tabellini [1991], “Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries”, *Economic Policy*, núm. 13, pp. 342-392. Hay versión en español en *Ekonomiaz, Revista vasca de economía* [1992], núm. 24, pp. 287-337.
- Groshen, E.L. y M. E. Schweitzer [1999], “Identifying Inflation’s Sand and Grease Effects in the Labour Market”, en M. Feldstein (ed.), *The Costs and Benefits of Price Stability*, University of Chicago Press, Chicago.
- Haldane, A.G. [1997], “Some Issues in Inflation Targeting”, Bank of England, *Working Papers Series*, núm. 74.



- Hall, P.A. [1994], “Central Bank Independence and Coordinated Wage Bargaining: Their interaction in Germany and Europe”, *German Politics and Society*.
- Hämäläinen, S. [2001], “The ECB’s monetary policy-accountability, transparency and communication”. Speech delivered in *Old Age, New Economy and Central Banking Conference*, CEPR/ESI and Suomen Pankki, september, Helsinki.
- Issing, O. [1994], Monetary Policy Strategy in the EMU, en de Beaufort, J.O. Wijnholds, S.W. Eijffinger and L.H. Hoogduin (eds.), *A Framework for Monetary Stability*, Dordrecht, pp. 135-148.
- _____ [1996], “Is Monetary Targeting in Germany Still Adequate?”, en Horst Siebert (ed.), *Monetary policy in an integrated world economy*, Institut für Weltwirtschaft and der Universität Kiel, Tübingen, pp. 117-130.
- _____ [1997], “Monetary Targeting in Germany: The Stability of Monetary Policy and of the Financial System”, *Journal of Monetary Economics*, num. 39, pp. 67-79.
- _____ [1999], “The Eurosystem: transparent and accountable, or “Willem in Euroland”, *Journal of Common Market Studies*, num 37 (3), pp. 503-519.
- _____ [2000], “Why price Stability?”, Banco Central Europeo. También en García y otros, eds., *First ECB Central Banking Conference*, November, Frankfurt. Banco Central Europeo, junio, pp. 179-202.
- Jensen, H. [2000], “Optimal degrees of transparency in monetary policymaking”, *mimeo*, University of Copenhagen.
- King, M. [1996], “How should central banks reduce inflation?-Conceptual issues”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 36, num. 4, pp. 434-448.
- _____ [1999], “Challenges for Monetary Policy: New and Old”, documento presentado al simposio de 1999 en Jackson Hole.
- Kool, C.J.M. [1996], Comment on Otmar Issing [1996], “Is Monetary Targeting in Germany Still Adequate?”, en Horst Siebert (ed.), *Monetary policy in an integrated world economy*, Institut für Weltwirtschaft and der Universität Kiel, Tübingen, pp. 131-136.
- Kydland, F.E., y E. Prescott [1977], “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, *Journal of Political Economy*, vol. 85, num. 3, pp. 473-492.
- Lamfalussy, A. [1996], “The Harmonization of Monetary Policy in Europe: What Steps to Take and When?”, en Horst Siebert (ed.), *Monetary policy in an integrated world economy*, Institut für Weltwirtschaft and der Universität Kiel, Tübingen, pp. 193-208.
- _____ [1997], “The European Central Bank: Independent and Accountable”, Keynote speech delivered at the Oesterreichische Nationalbank, Vienna, may.
- Lane, T.D. [1996], “Which Strategy of Monetary Policy for Europe”, en Horst Siebert (ed.), *Monetary policy in an integrated world economy*, Institut für Weltwirtschaft and der Universität Kiel., Tübingen, pp. 167-189.
- McCallum, B.T. [1988], “Robustness properties of a rule for monetary policy”, *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 29.
- Mishkin, F.S. [1995], Symposium on the monetary transmission mechanism, *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4).
- Muñoz de la Peña, E. [1997], “La naturaleza de los mecanismos de transmisión monetaria en España y en los principales países europeos”, *Boletín Económico*, Banco de España, enero.
- Nolan, C. y E. Schaling [1996], “Monetary policy uncertainty and central bank accountability”, Bank of England, *Working Paper*, 54.
- Okun, A.M. [1981], *Prices and quantities. A macroeconomic Analysis*, Oxford.
- Persson, T. y G. Tabellini [1993], “Designing Institutions for Monetary Stability”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol, 39, december, pp. 53-84.
- Poole, W. [1998], “Monetary Policy Rules?”, International Monetary Fund, Washington, D.C. september, pp. 3-12.
- Rogoff, K. [1987], “Reputational Constraints on Monetary Policy”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 26, pp. 141-182.



- Sprenkle, C.M. [1993], “The Case of the Missing Currency”, *Journal of Economic Perspectives*, 7 (4), pp. 175-184.
- Summer, L. [1991], “How Should Long-Term Monetary Policy be Determined”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 23, pp. 625-635.
- Svensson, L.E.O. [1999], “Inflation targeting as a monetary policy rule”, *Journal of Monetary Economics*, 43, pp. 607-654.
- _____ [1999], “Price Stability as a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stability”, NBER *Working Paper*, 7276.
- Taylor, J.B. [1993], “Discretion versus Policy Rules in practice”, *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, North-Holland, pp. 195-214.
- _____ [1999], “The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest-rate Setting by the European Central Bank”, *Journal of Monetary Economics*, num. 43, pp. 655-679.
- Tobin, J. [1972], “Inflation and Unemployment”, *American Economic Review*, vol. 62 (1), pp. 1-18.
- Toedter, K.H. y G. Ziebarth [1999], “Price Stability Versus Low Inflation in Germany: An Analysis of Costs and Benefits”, en M. Feldstein (ed.), *The Costs and Benefits of Price Stability*, University of Chicago Press, Chicago.
- Winkler, B. [2000], “Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making”, European Central Bank, *Working Paper Series*, núm. 26, august.
- Wolman, A.L. [1997], “Zero Inflation and the Friedman Rule: A Welfare Comparison”, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 83(4).

