



Revista de Fomento Social, 53 (1998), 483-503

La ejecución de la política monetaria en la unión monetaria europea. Un enfoque espacial

A partir del 1 de enero de 1999, con la entrada en funcionamiento de la unión monetaria, la política monetaria es responsabilidad del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, con el fin primordial de lograr la estabilidad de precios. Este hecho, como es sabido, lleva consigo una pérdida de autonomía para las autoridades monetarias nacionales, las cuales no podrán adoptar decisiones individuales que tengan consecuencias únicamente en sus respectivos países. Por otro lado, la adopción de una política monetaria única, en principio, supone que los efectos de las medidas tomadas se trasladen al conjunto del área euro, en función de las circunstancias concretas que existan en cada momento para todo el área.

En este texto se parte de una breve descripción de los principios generales de la política monetaria única y de sus instrumentos, así como de un comentario de carácter general sobre las grandes líneas de transmisión de la misma, para plantearnos posteriormente cuáles son los aspectos que

pueden determinar si los efectos de dicha política monetaria serán los mismos en los diferentes países que forman la unión monetaria.

—Adolfo RODERO FRANGANILLO y M^a del Carmen LÓPEZ MARTÍN (*)—

1. La política monetaria en la Unión Europea (UE)

Según el Tratado de la UE, el órgano encargado del diseño y ejecución de la política monetaria en el área euro, es decir, en el conjunto de los países que forman parte de la unión monetaria (UM), es el sistema europeo de bancos centrales (SEBC), formado por una nueva institución dotada de personalidad jurídica propia, el banco central europeo (BCE), y por los bancos centrales de los países de la UE.

Al SEBC se le asigna como objetivo principal de su política el mantenimiento de la estabilidad de precios, objetivo que se convierte de esta forma también en el fin primordial de la política monetaria única (1). Para cumplir con este objetivo general, al SEBC y a su institución central, el BCE, les han sido encargadas unas tareas básicas en cuyo cumplimiento gozan de total autonomía e independencia con respecto a los gobiernos u otras instituciones nacionales y de la UE. En cuanto a sus órganos de gobierno, el SEBC se gobierna mediante los órganos rectores del BCE: el consejo de gobierno y el comité ejecutivo (2).

Centrándonos ya en el ámbito de la política monetaria, el consejo de gobierno del BCE es el responsable de la formulación de la misma; por su parte, el comité ejecutivo es el órgano encargado de su instrumentación; además, en su ejecución, el BCE acudirá en lo posible a los bancos centrales nacionales para realizar las

(*) Profesores de ETEA.

(1) Sin perjuicio de este objetivo principal, y siempre que sean compatibles con el mismo, el SEBC deberá apoyar otras políticas económicas de la UE.

(2) Además, en su primer informe mensual de enero de 1999, el BCE ha definido el término «Eurosistema», que comprende el BCE y los bancos centrales nacionales de los once estados miembros que han adoptado el euro (sólo cuando los quince estados de la UE participen en el euro, el «Eurosistema» será un sinónimo del SEBC). El eurosistema (dirigido por el consejo de gobierno y por el comité ejecutivo del BCE) ha asumido la tarea de dirigir la política monetaria única del área del euro.

operaciones que correspondan a las funciones del SEBC (3).

1.1. Los elementos estratégicos de la política monetaria del SEBC

Para describir el marco general en el que se desenvuelve la política monetaria única, conviene hacer referencia, en primer lugar, a los elementos de tipo estratégico que afectan al conjunto de procedimientos que se emplean por el SEBC para adoptar las decisiones de política monetaria (4); en este sentido, el BCE ha dispuesto de los trabajos preparatorios elaborados por el Instituto Monetario Europeo (IME), al cual ha sustituido desde el mes de mayo de 1998.

Si bien el objetivo final de la política monetaria es la estabilidad de precios, es conocido que existen retardos en la transmisión de los efectos de las variaciones en las variables controladas por la autoridad monetaria sobre las variables finales en las que se desea influir. Por esta razón, un elemento fundamental que determina el esquema mediante el que se ejecuta la política monetaria, es la existencia de una variable sobre la que se establecen objetivos precisos y, en concreto, la disyuntiva que se llegó a plantear en el seno del IME era si dicha variable debía ser directamente una de las variables finales (en este caso, los niveles de precios) o una variable intermedia en el mecanismo de transmisión de los impulsos monetarios (alguna medida de la cantidad de dinero –un agregado monetario–).

Las dos estrategias planteadas (el seguimiento de objetivos directos de inflación o el establecimiento de objetivos intermedios en términos de algún agregado monetario), parten de fundamentos teóricos diferentes y han sido usadas por distintos países en el seno de la UE. La primera de las alternativas se utilizaba, por ejemplo, en España desde el año 1995 y consiste en establecer valores concretos en los que se pretende que se sitúe la tasa de inflación en un plazo determinado, al tiempo que se emplean una serie de indicadores reales, monetarios y financieros (entre los que los agregados monetarios tienen un papel relevante) que permiten

(3) De hecho, los órganos de gobierno del BCE adoptan las decisiones estratégicas de la política monetaria única, mientras que su ejecución se realizan normalmente de forma descentralizada a través de los bancos centrales nacionales, siguiendo las directrices establecidas por el BCE.

(4) En otras palabras, una estrategia de política monetaria no es sino una descripción de cómo van a tomarse las decisiones relativas a este tipo de política económica para lograr el objetivo prioritario de la misma.

evaluar la evolución de la tasa de inflación y su acercamiento o no al objetivo previsto. De esta forma, si bien no existe una relación estructural entre una variable concreta y los precios, su eficacia requiere que la autoridad monetaria conozca suficientemente los canales por los que los impulsos monetarios se transmiten a la tasa de inflación (5).

En cuanto a la segunda de las posibilidades, el establecimiento de objetivos intermedios en términos de algún agregado monetario, ha sido la practicada por el Bundesbank alemán y consiste en mantener el crecimiento de dicho agregado en unos determinados niveles compatibles con la estabilidad de precios. Evidentemente, para que esta estrategia logre el éxito deseado, es necesario que la relación entre la tasa de inflación y el agregado monetario elegido sea estable (al menos a largo plazo) y conocida por la autoridad monetaria, de forma que ésta pueda influir sobre la evolución del agregado monetario mediante cambios en las variables que puede manejar y que dichos cambios tengan los efectos deseados sobre los niveles de precios.

La decisión final sobre una de las dos estrategias planteadas se dejó al BCE y no fue tomada por el IME, el cual argumentó que, a pesar de sus diferencias, ambas alternativas mantenían en la práctica bastantes elementos comunes; por ejemplo, en los dos casos se persigue el mismo objetivo final y también la autoridad monetaria emplea un amplio conjunto de indicadores monetarios, económicos y financieros (como los tipos de cambio, los tipos de interés a largo plazo, etc.) que ayudan a decidir sobre el tono más adecuado de la política monetaria.

Todo esto parece haber aconsejado una combinación de las dos estrategias; de esta forma, en octubre y diciembre de 1998 el Consejo de gobierno del BCE ha hecho públicos los principales elementos de su estrategia de política monetaria (6). Así, la estrategia que guía la política monetaria está orientada hacia la estabilidad

(5) BANCO DE ESPAÑA (1998b), p. 106.

(6) Previamente el BCE había definido una serie de elementos considerados fundamentales en el marco estratégico de la política monetaria, los cuales estarían vigentes independientemente del modelo finalmente elegido. Éstos eran: la cuantificación de lo que se entiende por estabilidad de precios; la publicación de objetivos específicos que permitan evaluar la eficacia del SEBC; el uso de una amplia gama de indicadores, con atención especial a la evolución de los agregados monetarios; y la utilización por el SEBC de proyecciones sobre la evolución de los precios y otras variables. (Banco de España (1998b), p. 106).

y se base en tres elementos fundamentales (7): una definición cuantitativa del objetivo prioritario (la estabilidad de precios) (8) y dos pilares para alcanzar dicho objetivo: un papel destacado para el dinero (que se manifiesta en el anuncio de un valor de referencia cuantitativo de la tasa de crecimiento de un agregado monetario amplio) (9) y una evaluación de las previsiones del comportamiento de los precios a través de la información proporcionada por un conjunto amplio de indicadores (10).

1.2. Los procedimientos operativos de la política monetaria única

En general, sea cual sea la estrategia de política monetaria adoptada, cualquier autoridad monetaria actúa sobre la actividad económica influyendo sobre los tipos de interés a corto plazo en los mercados de activos de caja (11), ya que los movimientos de dichos tipos a corto se van a trasladar a los tipos a más largo plazo (12), que son los relevantes en las decisiones adoptadas por los agentes económicos en relación con sus niveles de consumo e inversión. Teniendo esto en cuenta y además el marco

(7) BCE (1999), p. 45.

(8) En concreto, el Consejo de gobierno del BCE ha definido la estabilidad de precios como «un incremento interanual por debajo del 2% del índice armonizado de precios al consumo para el área del euro». (BCE (1999), p. 53).

(9) En relación con este aspecto, se va a seguir muy de cerca la evolución de M3 (disponibilidades líquidas), que es un agregado monetario que comprende no sólo la circulación fiduciaria y las distintas modalidades de depósitos, sino también los valores de renta fija emitidos por las instituciones financieras y las participaciones de fondos del mercado monetario. El valor de referencia establecido para el crecimiento de este agregado se ha fijado en el 4,5% anual, pero ello no implica que «mecánicamente» se vayan a corregir las desviaciones con respecto a este valor que se produzcan a corto plazo.

(10) Estos indicadores incluyen diversas variables que tienen propiedades como «indicadores adelantados» de la evolución futura de los precios, tales como: los salarios, el tipo de cambio, los precios de los valores de renta fija, diversas medidas de la actividad real, los indicadores de política fiscal, los índices de precios y de costes, etc.

(11) Estos mercados son aquellos en los que las instituciones financieras se intercambian liquidez (activos de caja) a muy corto plazo, para cubrir posibles problemas de tesorería o para rentabilizar (en su caso) sus excedentes de recursos.

(12) Evidentemente, esta «traslación» no se produce de una forma automática, sino que influyen en ella muchos aspectos, como se analiza en el apartado siguiente.

estratégico de la política monetaria planteado, se trata ahora de conocer de qué forma se está llevando a cabo la política monetaria única, de manera que permita al SEBC controlar eficazmente la evolución de los tipos de interés a corto plazo.

Con respecto al marco operativo de la política monetaria, se trata de un aspecto en el que los trabajos preparatorios del IME fueron muy detallados, dado que requerían un tiempo de adaptación por parte de los bancos centrales nacionales relativamente prolongado. Así, el Instituto acordó que el esquema de instrumentación diseñado debía «ser eficiente, simple y transparente, respetar las reglas de funcionamiento del mercado, evitar tratamientos discriminatorios entre las entidades financieras del área y facilitar la ejecución descentralizada de la política monetaria, de forma que se pueda aprovechar la experiencia de los bancos centrales nacionales y la infraestructura existente» (13).

En cuanto a los procedimientos operativos de la política monetaria única, en definitiva, se trata de los instrumentos que se emplean por el BCE y los bancos centrales nacionales en su ejecución. A este respecto, se han establecido tres tipos de procedimientos: las operaciones de mercado abierto, las facilidades permanentes de crédito y de depósito y el establecimiento de un coeficiente de caja sobre las entidades de crédito (14).

Para no alargarnos demasiado, las principales características de los diferentes instrumentos contemplados se recogen de forma resumida en el cuadro 1. Sólo añadiremos que las operaciones de mercado abierto (esto es, las operaciones en las que el BCE compra o vende valores de forma temporal o en firme a las entidades financieras) constituyen el elemento esencial de la política de regulación de liquidez por parte del SEBC. Entre ellas, las subastas celebradas semanalmente (operaciones principales de financiación) son las que permiten inyectar la mayor parte de la liquidez requerida por las instituciones, siendo el tipo de interés marginal (15) al que se concedan los recursos en estas subastas la señal más importante con la que el SEBC informa acerca del tono que desea mantener para la política monetaria (16).

(13) BANCO DE ESPAÑA (1998b), p. 108.

(14) La descripción detallada de estos procedimientos se encuentra en BCE (1998).

(15) Este tipo de interés es el menor al que se conceden los recursos en la subasta por parte del banco emisor.

(16) Por lo tanto es un mecanismo en parte similar al existente en España mediante la subasta que cada decena celebraba el Banco de España.

CUADRO 1. Operaciones de política monetaria del SEBC

| Operaciones de política monetaria | Tipos de transacciones | | Vencimiento | Frecuencia | Procedimientos |
|---|--|--|----------------------------------|----------------------|---|
| | Inyección de liquidez | Absorción de liquidez | | | |
| Operaciones de mercado abierto | | | | | |
| Operaciones principales de financiación | Operaciones temporales (<i>repos</i>) | | Dos semanas | Semanal | Subastas estándar |
| Operaciones de financiación a más largo plazo | Operaciones temporales (<i>repos</i>) | Operaciones temporales (<i>repos</i>) | Tres meses | Mensual | Subastas estándar |
| Operaciones de ajuste (<i>fine-tuning</i>) | Operaciones temporales (<i>repos</i>) Swaps de divisas Captación de depósitos a plazo fijo | Operaciones temporales (<i>repos</i>) Swaps de divisas Captación de depósitos a plazo fijo | No estandarizado | No regular | Subastas rápidas Procedimientos bilaterales |
| Operaciones estructurales | Compras de valores en firme | Ventas de valores en firme | | No regular | Procedimientos bilaterales |
| Operaciones estructurales | Operaciones temporales (<i>repos</i>) | Emisión de certificados de deuda | Estandarizado / no estandarizado | Regular y no regular | Subastas estándar |
| Facilidades permanentes | Compras de valores en firme | Ventas de valores en firme | | No regular | Procedimientos bilaterales |
| Facilidad marginal de crédito | Operaciones temporales (<i>repos</i>) | | Un día | | Acceso a discreción de las entidades de contrapartida |
| Facilidad de depósito | Depósitos | | Un día | | Acceso a discreción de las entidades de contrapartida |
| Coefficiente de caja | | | | Mensual | Obligación de mantener unos saldos líquidos mínimos |

Fuente BCE (1998), p. 8.

2. El mecanismo de transmisión de la política monetaria

Son numerosas las aportaciones teóricas que demuestran que existe una conexión entre las medidas de política monetaria adoptadas y el comportamiento de la inflación. El «problema», sin embargo, estriba en conocer exactamente cómo las medidas adoptadas por las autoridades se trasladan hacia el conjunto de la actividad económica y consiguen su objetivo de lograr la estabilidad de precios. En este aspecto, las aportaciones realizadas distinguen básicamente tres grandes líneas de transmisión sobre las que se han realizado distintas investigaciones empíricas (17); en este epígrafe únicamente se comentan estas líneas del mecanismo de transmisión y cuál es la forma en la que actúan cada una de ellas. Como se acaba de indicar, la forma en que las decisiones adoptadas por la autoridad monetaria se trasladan hacia la actividad económica se produce mediante tres *canales de transmisión*: el tradicionalmente denominado *canal monetario*, el *canal crediticio* y mediante las alteraciones en el tipo de cambio de la moneda nacional.

- Según el *canal monetario*, si se producen variaciones en la liquidez existente en una economía como consecuencia de las medidas de política monetaria, el equilibrio tiende a restablecerse mediante cambios en los tipos de interés de los activos sustitutivos del dinero los cuales, a su vez, dan lugar a variaciones en las variables reales. De esta forma, los movimientos de los tipos de interés afectarán a los incentivos al ahorro y al endeudamiento de los agentes, dependiendo la intensidad y la velocidad de la respuesta a estos movimientos del *efecto sustitución* (como consecuencia de las variaciones del atractivo del ahorro frente al gasto), del *efecto renta* (por las variaciones que se producen en los ingresos y en los gastos financieros) y del *efecto riqueza* (que recoge las variaciones en el valor de mercado del saldo de los activos y pasivos reales y financieros). En el caso de que la autoridad monetaria controle la evolución de los tipos de interés a corto plazo en lugar de la cantidad de dinero, al trasladarse los cambios de estas tasas controladas por el banco central a los tipos de interés activos y pasivos practicados por los intermediarios, los niveles de éstos incidirán sobre las decisiones de gasto adoptadas por los agentes

(17) Las recogidas en la obra del SERVICIO DE ESTUDIOS DEL BANCO DE ESPAÑA (1997) son un ejemplo de ello.

económicos y, en definitiva, sobre la actividad económica (18).

- En cuanto al denominado *canal crediticio*, éste puede entenderse en dos acepciones, en un sentido estricto y en sentido amplio. En sentido estricto, hace referencia al canal de crédito bancario, según el cual, las medidas de política monetaria adoptadas tienen efectos no sólo sobre los tipos de interés, sino también, y de forma directa, sobre la oferta de crédito realizada por los intermediarios, lo que refuerza los efectos derivados del canal monetario. En cuanto al canal crediticio en sentido amplio, se refiere a que la política monetaria presenta efectos adicionales sobre el coste de la financiación de los agentes con fondos externos pues los movimientos de los tipos de interés alterarán el valor de la riqueza financiera neta que estos agentes pueden presentar como garantía al solicitar la financiación.
- Por último, las medidas de política monetaria tienen efectos sobre el tipo de cambio de la moneda nacional. En este caso es preciso indicar que dicha transmisión es compleja debido a que las variaciones del tipo de cambio afectan a la actividad económica por distintas vías, tanto de oferta como de demanda. Así, las variaciones en el tipo de cambio originan, por una parte, cambios en los precios relativos que alteran la demanda de bienes producidos en el país y en el exterior; por otra parte, dichas variaciones del tipo de cambio también provocan alteraciones en los costes de las empresas como consecuencia de variaciones de los precios de las materias primas y de las expectativas de precios de los agentes que afectarán a los salarios (19). Por último, si se altera el tipo de cambio, también se producirán variaciones en la riqueza financiera de los agentes que posean parte de sus activos y pasivos denominados en moneda extranjera, así como un efecto renta derivado de los cambios en los gastos e ingresos por los pagos y rendimientos de dichos instrumentos.

(18) Evidentemente, en este canal, los efectos que se produzcan sobre la actividad real vendrán condicionados fundamentalmente por la traslación que los intermediarios realicen de las variaciones de los tipos de interés de la autoridad monetaria a los que ellos determinan, por la actividad de dichos intermediarios, por la estructura de su actividad, por la importancia de cada uno de los diferentes tipos de instrumentos, el grado en que se pueden sustituir entre ellos los distintos instrumentos, etc.

(19) Estos efectos vendrán determinados no sólo por la magnitud de las variaciones de costes, sino también por la sensibilidad de los márgenes empresariales.

Las ideas expuestas en los párrafos anteriores recogen, como ya se indicó, los aspectos generales que muestran las principales vías mediante las cuales se transmiten los impulsos de la política monetaria a la actividad económica. Sin embargo, como complemento a las mismas, es necesario señalar que la rapidez de la respuesta a las medidas adoptadas, así como la intensidad de la misma viene condicionada por algunos factores, entre los que podríamos citar la estructura de la posición financiera de los agentes económicos, la actividad de los intermediarios financieros, fundamentalmente los bancarios, el grado de desarrollo e innovación del sistema y de los instrumentos financieros, así como otros relacionados con la apertura de la economía al exterior (tales como las barreras al comercio, el número y el tamaño de las empresas nacionales en relación con las extranjeras que abastecen al mercado interno, la elasticidad precio de las importaciones y de las exportaciones, etc.).

3. Aspectos prácticos y diferenciales de la transmisión de los impulsos monetarios en los países del euro

Una vez vistas las grandes líneas de la transmisión de los impulsos de la política monetaria, trataremos a continuación con cierto detalle los canales de transmisión de la política monetaria, insistiendo en los aspectos monetarios, financieros y económicos, sobre todo de carácter estructural, que pueden presentar diferencias substanciales entre los distintos países y regiones de la zona euro.

No hay que olvidar que un área geográfica tan amplia, con gobiernos diferentes cuya legislación, aunque haya alcanzado importantes niveles de armonización, todavía presenta diferencias profundas, difícilmente puede conseguir la homogeneidad de su estructura económica y financiera (20).

3.1. La política monetaria en la UE y en los países miembros

Hasta el final de 1998, en cada uno de los países europeos las decisiones de política monetaria, cualquiera que fuese la estrategia seguida, partían de los valores

(20) Así, como simple anécdota podemos citar que, a pesar del acercamiento de las tasas de inflación en los países de la zona euro, aún existen diferencias de hasta un 40% en los precios de productos de gran consumo en dicha zona. (*Cinco Días* 23-12-98, p. 14)

medios de las distintas variables que miden la inflación. Por ejemplo, en el caso español se podía observar que detrás de los valores medios existían diferencias interregionales de moderada importancia. Como el banco central es único en cada país, las decisiones se basaban en unos valores medios, ya que era imposible una modulación regional de la política monetaria (21).

En la UE, y en concreto en el área euro, se aprecian diferencias de las tensiones inflacionistas entre países. El cumplimiento de las condiciones de convergencia y del pacto de estabilidad ha determinado una reducción de esas diferencias, llevándolas hasta niveles desconocidos, hasta ahora, por sus reducidos valores.

Por otro lado, se parte del supuesto de que una moneda única debe eliminar, o más exactamente reducir, las diferencias entre las situaciones inflacionistas o de estabilidad de los distintos países (22).

En todo caso, la realidad de los distintos países, nos hace pensar que se producirán diferencias de moderada importancia desde el punto de vista de la estabilidad. En principio, la respuesta del BCE será el diseño y la instrumentación de *una* política monetaria y la redacción de informes y recomendaciones a cada uno de los países ¿Pero qué sucedería si uno o dos países sufren tensiones inflacionistas que afectan solamente de una forma muy ligera a las medias europeas de inflación? ¿Se decidirían medidas restrictivas a pesar de todo? ¿O se ignorarían estos problemas puntuales? No creemos que sea imposible que pueda presentarse este caso en la UM.

Una vez que el BCE ha decidido diseñar una política monetaria, ésta se basa en una estrategia determinada previamente. Como ya se ha indicado, la elección de una estrategia basada directamente en una medida de la inflación o en el valor de los agregados monetarios se ha combinado en la definición de la finalmente adoptada por el BCE. Ello demuestra que la elección entre una u otra opción no ha sido una cuestión de escasa importancia; así, la decisión finalmente adoptada ha buscado tener en cuenta, además de algunos criterios generales (como la eficacia, claridad, transparencia, etc.), el contexto específico al que se enfrenta el

(21) Los efectos que puede haber determinado una política monetaria común para regiones con situaciones distintas, incluso desde el punto de vista de la equidad, ha sido escasamente estudiado.

(22) Evidentemente, una interpretación de esta problemática está ligada con la teoría de las áreas monetarias óptimas ampliamente estudiada, con conclusiones muy divergentes en su aplicación a la UE (véase P. DE GRAUWE (1994)).

BCE al inicio de la tercera etapa y durante los primeros años de la misma.

En este sentido, por ejemplo, la estrategia seguida por los países que han accedido a la UM no es idéntica. Los diversos aspectos que se tienen en cuenta en estos países permiten sin embargo, un nivel aceptable de homogeneidad. No obstante, la tradición no coincidente en este sentido puede determinar reacciones diferentes de los mercados, ante una estrategia que será nueva para algunos países o ya conocida y experimentada en otros.

En cuanto a los instrumentos previstos por el BCE (23), se podría argumentar en el mismo sentido que hemos indicado para la estrategia; aunque pensamos que en este aspecto las similitudes son más numerosas que las diferencias. La elección de instrumentos basados en cantidades (variaciones de las magnitudes monetarias) o en precios (tipo de interés) se ha resuelto finalmente a favor de ésta última. La opción no es indiferente, según Álvaro Espina (24), la elección de instrumentos basados en precios o en un sistema mixto (precios y cantidades) «agudizaría las tensiones del periodo transitorio, frenaría el proceso de convergencia real y dificultaría gravemente la ampliación de la UEM a los países que han quedado fuera en la primera ronda». Por nuestra parte, opinamos que un sistema basado en los tipos de interés provocará efectos más homogéneos entre los países, aunque hay muchos otros aspectos, que veremos a continuación, que pueden ocasionar respuestas diferentes a los impulsos monetarios.

No obstante, las distintas experiencias de política monetaria de cada uno de los países, puede llevar a que la percepción acerca de estos instrumentos sea muy diversa en el espacio del área euro.

Uno de los instrumentos previstos es la imposición de un coeficiente de caja. En este sentido la existencia de un coeficiente y, en su caso, la cuantía del mismo, no han sido datos idénticos en los distintos países que han accedido a la UM (25). Ello podría ocasionar que la creación del coeficiente determine efectos diversos. Dado, sin embargo, el carácter puntual y discreto de este instrumento, no creemos

(23) Véase una descripción de los mismos en el apartado primero de esta comunicación.

(24) A. ESPINA (1998), p. 46.

(25) Otras cuestiones tales como los periodos de cálculo y de cumplimiento del coeficiente y también la ausencia de un cálculo global para todo el espacio de la UM pueden sin duda determinar diferencias de respuesta de los distintos países a este instrumento (véase BANCO DE ESPAÑA (1998a) p. 38).

que su utilización pueda provocar dificultades dignas de consideración.

Los planteamientos teóricos en relación con la política monetaria mantienen que las variaciones del tipo de interés por parte del banco central no deben tener un carácter permanente, de forma que una vez conseguidos los objetivos, el tipo de interés debería volver al nivel compatible con la senda de estabilidad. Por otra parte, se mantiene que la política monetaria debe ser muy persistente para alcanzar su objetivo. Estos planteamientos pueden crear incertidumbres, en cuanto a la distribución de los resultados de la política en el espacio.

Por último, conviene recordar que la autonomía de los bancos centrales nacionales respecto a los gobiernos correspondientes tiene un origen muy reciente en la mayor parte de los países de la UE. No sería extraño que algunos gobiernos pretendiesen mantener una cierta presión sobre la política monetaria, lo que podría ocasionar efectos en estos países poco coherentes con una política común.

3.2. La transmisión de los efectos de la política monetaria a los mercados interbancarios

En este apartado distinguiremos los mercados de activos de caja de los mercados interbancarios en sentido estricto.

A) Mercados de activos de caja

Una vez diseñada la política monetaria y elegidos los instrumentos que correspondan, el BCE deberá intervenir en los mercados de activos en el sentido marcado por la política monetaria. La intensidad de esta intervención vendrá decidida por la importancia que el BCE considere que puedan tener las ofertas de liquidez para las entidades de crédito. En este sentido, los factores autónomos de creación de liquidez (26) estaban muy presentes en las actuaciones de los bancos centrales nacionales. ¿Podrá el BCE realizar una política tan ajustada a la realidad de los mercados en un espacio tan amplio?

La participación en los mercados de activos de caja no es idéntica para todas las entidades. Así las entidades de depósito de pequeña dimensión no suelen intervenir en aquéllos. De aquí, que la estructura del sistema bancario tenga una

(26) En la actualidad, los factores autónomos de creación de liquidez han quedado reducidos a la variación del importe de las reservas exteriores en poder del banco central.

relación muy estrecha con los efectos de la política monetaria en estos mercados.

Los valores admitidos como garantías en las operaciones de préstamo a las entidades financieras por parte de los BCN han sido muy diferentes en el pasado, aunque en la actualidad se haya alcanzado una armonización, al menos en el terreno monetario. La mayor o menor importancia de los distintos tipos de títulos (deuda pública, deuda privada, acciones, etc.) en cada país puede también facilitar o dificultar las intervenciones del BCE y además, las cantidades de recursos a las que pueden tener acceso las entidades de los diferentes países (27).

B) Mercados interbancarios

Una vez que el BCE haya intervenido en los mercados de activos de caja, se producirá la transmisión de estos impulsos a los mercados interbancarios, con los consiguientes efectos sobre los tipos de interés y en su caso, sobre las cantidades negociadas.

Hay que tener en cuenta que los mercados interbancarios de los distintos países europeos son muy diferentes entre sí (28). Algunos ejemplos de esta diversidad en relación con estos mercados pueden ser los siguientes:

- El Servicio Telefónico del Mercado de Dinero es una entidad del Banco de España que no tiene un equivalente idéntico en todos los países europeos; incluso en aquellos que tienen una institución parecida al STMD, sus características difieren sustancialmente. La seguridad y rapidez que proporciona el STMD a las operaciones interbancarias es mucho mayor que en otros países.
- El riesgo y las operaciones de arbitraje (es decir, las operaciones para obtener un beneficio a partir de las diferencias de las tasas de interés) son aspectos muy ligados a la estructura bancaria y que, por lo tanto, difieren según estados e incluso regiones.
- Las operaciones de ajuste que se realizan con un número muy limitado de cantidades, a las que exige determinadas cualidades, se repartirán en la futura UM de forma difícilmente equilibrada.
- La participación en el interbancario es menos importante en el caso de las

(27) Véase, por ejemplo, en el caso de España, la singularidad de la cartera de certificados del Banco de España.

(28) Véase BANCO DE ESPAÑA (1998a), pp. 29 a 40.

pequeñas entidades bancarias o de los establecimientos financieros de crédito (entidades de *factoring*, de arrendamiento financiero, etc.), por lo que, de nuevo, la estructura del sistema está muy relacionada con la transmisión de los efectos en estos mercados.

- La creación de liquidez tiene un factor autónomo en las operaciones de comercio exterior; el comportamiento de la balanza comercial y de servicios de cada país determina este factor y por tanto la importancia del recurso al mercado interbancario en los distintos estados. La pérdida de importancia del mercado de divisas por la instauración del euro no alterara, sin embargo, este planteamiento.

El tiempo de transmisión de las acciones de la política monetaria a los mercados interbancarios, está, por otra parte, muy ligada a las características de estos mercados y asimismo a la estructura del sistema financiero de cada país miembro.

También hay que tener presente que la UM provocará cambios en los mercados interbancarios que pueden facilitar o retrasar la transmisión de los efectos de la política monetaria. Así la unificación monetaria dará lugar a un mercado más amplio y profundo lo que dará facilidades a las operaciones interbancarias y llevará, quizás, a una mayor homogeneidad.

Por otro lado, el uso del sistema TARGET (29) común para el ámbito europeo, no sólo para el área euro, unificará los mercados, aunque probablemente se mantendrán ciertas peculiaridades nacionales.

En gran medida, se considera que un volumen elevado de operaciones transfronterizas dará unidad al mercado y permitirá una transmisión homogénea de los impulsos monetarios por todo el territorio del euro. Ello depende, en gran parte, de la respuesta de los mercados a las posibilidades que ofrece la moneda única.

(29) Este sistema, cuyas siglas corresponden a las iniciales en inglés de «Sistema Transeuropeo automatizado de transferencias urgentes con liquidación en tiempo real», es el sistema de liquidación de grandes pagos europeos. El funcionamiento eficiente de este sistema debe permitir el arbitraje prácticamente instantáneo entre los mercados de los distintos países, ya que si las entidades financieras pueden obtener fondos en cualquier país y la transferencia de los mismos es lo suficientemente rápida y barata, los tipos de interés en los mercados nacionales tenderán a hacerse muy similares.

3.3. *Los efectos sobre las operaciones de las entidades de crédito*

Las variaciones de los mercados de activos de caja y de los mercados interbancarios en sentido estricto, consecuencia de los impulsos monetarios, darán lugar lógicamente a cambios de precios y/o cantidades en los mercados de crédito y en general en las actividades del sistema (30).

Efectivamente, la política monetaria puede influir sobre la oferta de fondos de las entidades de crédito y sobre las condiciones de los créditos. Por ejemplo, en el caso de una política monetaria restrictiva la respuesta del sistema puede ser bien un racionamiento del crédito, o bien un encarecimiento del mismo. Las condiciones y características del sistema son las que determinarán que la respuesta se incline a una o a otra de las opciones que hemos indicado.

También la velocidad de transmisión de los efectos variará entre los distintos espacios geográficos. El tiempo de respuesta puede estar influido, por ejemplo, por alguno de los siguientes aspectos: a) la conexión existente de las tasas de interés de los mercados monetarios con los tipos bancarios; b) la sensibilidad de los tipos bancarios a los tipos de interés; c) la mayor o menor importancia de los créditos a interés variable y en especial de los créditos hipotecarios; d) la vida media de los préstamos con tipo de interés fijo.

También hay otros aspectos, que citaremos a continuación, que pueden afectar a la mayor o menor intensidad de los cambios que se producirán en la actividad bancaria: a) la estructura del sistema bancario, en especial la proporción de grandes instituciones y de pequeñas entidades (31); b) la facilidad o dificultad de obtener recursos en el exterior y el coste de los mismos; c) el coste operativo de la banca y el carácter variable del mismo, en su caso; d) la importancia de la banca extranjera en los países «euro», tanto de la UE como de terceros países; e) las relaciones de clientela y la frecuencia de cambios de una a otra entidad bancaria; en este sentido, la proporción de PYMES y el tamaño de las empresas puede condicionar estas

(30) No hay que olvidar que la importancia de la financiación bancaria en el conjunto de los flujos financieros varía sensiblemente entre países. Punto de vista muy importante para medir la eficacia de la política monetaria.

(31) Las fusiones que se producirán entre entidades bancarias, con toda probabilidad, la primera de las cuales ha sido la del Banco de Santander y el Banco Central Hispano, van a determinar un nuevo marco financiero en el área del euro.

relaciones de clientela; f) la proporción de oficinas bancarias, el número de cajeros automáticos, etc.; g) los índices de morosidad; h) la distribución del crédito entre préstamos al consumo y préstamo empresarial.

Todo lo anterior se refiere a la oferta de créditos por parte de las entidades de crédito, pero no se puede olvidar que los efectos de la política monetaria sobre estas actividades depende también de la respuesta de los clientes del sistema, es decir de las características de la demanda de préstamos. Se trata, esencialmente, de las alternativas existentes al crédito bancario o en otros términos la importancia que pueda alcanzar la desintermediación bancaria.

Hay que tener presente que en ningún país europeo existe un sustituto perfecto del crédito bancario, luego en último término éste se verá afectado en todo caso, aunque la presencia de alternativas más o menos adecuadas provocará diferencias espaciales en los cambios de las variables que determinan el equilibrio del mercado de crédito.

Así, algunos aspectos que puedan dar lugar a divergencias entre los países del área euro serían los siguientes: a) la existencia de un mercado de pagarés de empresa, si bien la emisión de estos títulos no puede sustituir al crédito bancario en cualquier tipo de empresa; b) el acceso de las empresas y, en su caso, de los consumidores a la financiación exterior, aspecto que tampoco puede estar al alcance de todos los agentes económicos; c) la amplitud y profundidad de la bolsa de valores y de los mercados de capitales, en general, y en especial la existencia de un mercado de deuda pública con una tecnología avanzada; y d) la presencia de intermediarios financieros no bancarios cuya oferta de recursos esté menos ligada a los mercados monetarios.

3.4. Efectos sobre la economía real y sobre la inflación

La política monetaria, en último término, tiene como objetivo lograr la estabilidad de precios, por ello, es importante determinar los efectos que las variaciones financieras provocarán en la actividad económica real y a su vez en la tasa de inflación. Aunque más adelante concretemos en los distintos tipos de agentes económicos, inicialmente debemos indicar que las principales variables que influyen sobre la respuesta de la actividad económica real a la política monetaria son las siguientes: a) la riqueza financiera neta y su distribución; b) el plazo medio de los saldos financieros (tanto de las inversiones como de los recursos

bancarios); c) el plazo de revisión de los tipos de interés variable; d) la composición de la riqueza; e) el grado de desintermediación bancaria; f) la importancia relativa de los créditos en moneda extranjera; g) la proporción de crédito interempresarial; y h) la sensibilidad de la actividad económica a los cambios del tipo de interés.

Por otra parte, la transmisión de los cambios monetarios a la actividad real, se mide principalmente a través del efecto sustitución, del efecto renta y del efecto riqueza de las variaciones de la tasa de interés a los que hemos aludido antes. Otro efecto, éste indirecto, procede de las variaciones del tipo de cambio, que lógicamente no existirá dentro del área de la UM, pero sí con relación a otros países.

Pasando ahora a los distintos agentes económicos, distinguiremos las empresas, los consumidores y las administraciones públicas, haciendo una referencia también a la actividad exterior.

Con relación a las empresas, la creación de expectativas es un elemento central en la transmisión de los efectos de la política monetaria. Los efectos renta y riqueza son las vías principales a través de las cuales se canalizan las variaciones del tipo de interés. La mayor sensibilidad a estas variaciones corresponde a la inversión aunque no hay que olvidar sus efectos sobre el coste de uso del capital y en consecuencia sobre la actividad productiva. Con relación a la inversión el retraso temporal puede ser más importante que en la actividad productiva; en todo caso, la inercia de las actividades empresariales exige normalmente un mayor lapso de tiempo para reaccionar a los impulsos de la política monetaria que en otros sectores. Todo ello presenta características particulares en cada uno de los países europeos.

En cuanto a los consumidores, las variaciones se producen sobre todo como resultado del efecto riqueza y del efecto sustitución; éste último se manifiesta sobre todo a través de la opción consumo-ahorro. Si bien el efecto renta puede ser menos importante, las variaciones de renta disponible, por pequeñas que sean, pueden cambiar el comportamiento del consumo de forma más relevante. Los retardos en el consumo serán más importantes en relación con los bienes duraderos; este es un elemento, por lo tanto, que puede determinar situaciones muy distintas en los diferentes países europeos.

El volumen de riqueza financiera tiene también una relación significativa con el comportamiento del consumo. Así, por ejemplo, la proporción de deuda pública en la cartera de los consumidores, la fiscalidad de los activos financieros –importante en España con relación a los fondos de inversión–, las inversiones en fondos de pensiones, la liquidez en poder de los consumi-

dores y su distribución entre los distintos componentes de los agregados monetarios, todos influyen en el consumo y dada su variabilidad entre los distintos espacios geográficos pueden provocar reacciones divergentes a una política monetaria común.

Con relación a las administraciones públicas (AAPP), se suele considerar que la política monetaria tiene escasa incidencia sobre ellas. Sin embargo, la autonomía de los bancos centrales y la prohibición de financiar el déficit del sector público ha creado una nueva situación, en la cual las AAPP han pasado a depender en mayor medida de la financiación proporcionada por los mercados.

En el caso del área euro, el cumplimiento de las condiciones de convergencia ha reducido la necesidad de financiación del sector público, aunque siguen existiendo diferencias entre países por los distintos volúmenes de carga de la deuda.

Además, la emisión de deuda pública y el endeudamiento exterior, hace que las AAPP sean menos dependientes del crédito bancario. Pero insistimos en que el coste del endeudamiento público representa, con frecuencia, una pesada carga para el sector. En resumen, la política monetaria tiene también una influencia importante sobre las AAPP, aunque sea por vías indirectas.

La política monetaria produce efectos sobre las cotizaciones de las monedas en los mercados y en consecuencia sobre los valores de importaciones y exportaciones, es decir se produce un efecto renta que va unido a un efecto riqueza. Todo ello llevará a cambios en el consumo y en los márgenes empresariales; este último cambio es más elevado si los exportadores actúan en los mercados como precio-aceptantes (es decir, si los exportadores no pueden influir sustancialmente sobre los precios en los mercados exteriores). El grado de apertura del país nos indica la importancia que pueden tener estos efectos.

La estructura de cada país en términos de balanza de pagos es bastante divergente, lo cual significa efectos diversos de la política monetaria. La UM eliminará los cambios de las cotizaciones entre los países participantes, reduciendo el efecto del tipo de cambio a las variaciones de la cotización del euro en relación con otras monedas.

En consecuencia, ¿cuáles serán los efectos de estos cambios en la economía real sobre la estabilidad económica? Hay elementos que pueden afectar a esta relación: a) el grado de liberalización de los sectores y de la determinación de los precios en el mercado; b) la rapidez con que se produzcan las respuestas a los impulsos monetarios y reales; c) la creación de expectativas de estabilidad; d) la existencia de una cultura

antiinflacionista o al contrario de una tradición inflacionista en el país (32).

Todo esto, en resumen, determinará que la relación de una política monetaria, y en concreto de variaciones en el tipo de interés, con un control de la inflación sea distinta en los países y regiones del área euro.

4. Conclusiones

En las páginas anteriores hemos intentado demostrar que la transmisión de la política monetaria en cada uno de los países del área del euro y, por tanto, los efectos de la citada política, puede ser muy diferente en cada uno de los estados miembros. La complejidad del comportamiento de la política monetaria y el elevado número de variables implicadas nos permite afirmar que es muy dudoso que los efectos de la política monetaria se distribuyan de forma homogénea por todo el espacio del área euro. En áreas de menor tamaño, como son los distintos estados, ya se ha observado como la política monetaria influye de forma distinta según regiones.

Todo esto nos hace pensar que una política monetaria centralizada, no sólo en la elección de los objetivos y de la estrategia, sino también en su instrumentación, puede crear disfunciones importantes. En consecuencia, creemos que un margen de flexibilidad de los bancos centrales nacionales en la ejecución de la política monetaria, determinaría unos resultados más adecuados, siempre, claro está, que se respeten las grandes líneas que deben ser fijadas por el BCE.

La información de que disponemos en la actualidad va, sin embargo, en sentido contrario. La modulación de la política monetaria entre los países participantes en el euro no está prevista en el contexto de la política del BCE.

Esta política uniforme puede determinar, como hemos visto, diferentes efectos entre países y regiones. Dada la existencia de una moneda única, ello llevará a que los ajustes se produzcan a través de cambios del producto y del empleo, haciendo más doloroso el equilibrio en la zona del euro (33). La ausencia de la convergencia

(32) Según S. BENTOLILA (1998), p. 2, la UM, no garantiza por sí sola una inflación idéntica en todos los países del área.

(33) En su primer boletín mensual de enero de 1999, el BCE se refiere concretamente al desempleo existente expresando su honda preocupación por su elevado nivel en el área del euro. Sin embargo, indica que se trata de un problema estructural, cuya causa se encuentra principal-

real entre los objetivos del SEBC y del BCE puede, por lo tanto, dar, en cierto modo, la razón a los «euroescépticos». Creemos que una mayor flexibilidad en la política de estas instituciones sería conveniente para evitar conflictos entre los objetivos de la política económica europea.

5. Bibliografía

- BENTOLILA, S. (1998), «¿Tendremos una inflación alemana?». *Cinco Días*, 28–7–98, p. 2.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (1998), *La política monetaria única en la tercera etapa. Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC* (información extraída de la página web del Banco de España <http://www.bde.es>).
- BANCO CENTRAL EUROPEO (1999), «La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad», *Boletín mensual*, enero, pp. 45–57.
- BANCO DE ESPAÑA (1997), *La unión monetaria europea. Cuestiones fundamentales*, Madrid, Ed. Alianza Editorial.
- BANCO DE ESPAÑA (1998a), «El mercado interbancario ante la unión monetaria europea», *Boletín económico*, febrero, pp. 29–40.
- BANCO DE ESPAÑA (1998b), *Informe anual 1997*, pp. 105–111.
- ESPINA, A. (1998), «Los dilemas del BCE», *Expansión*, 10–9–98, p. 46.
- DE GRAUWE, P. (1994), *The Economics of Monetary Integration* (2^a edic.), Nueva York, Ed. Oxford University Press.
- SERVICIO DE ESTUDIOS DEL BANCO DE ESPAÑA (1997), *La política monetaria y la inflación en España*, Madrid, Ed. Alianza Editorial.

mente en las rigideces en los mercados de bienes y de trabajo en dicha zona. En consecuencia, argumenta que deben realizarse reformas que tiendan a reducir dichas rigideces, pero que no debe intentarse reducir el nivel de desempleo a través de una política monetaria inflacionista que vaya en contra de la estabilidad de precios a medio plazo, pues ésta es la base de un crecimiento duradero y sostenible del empleo. Estos razonamientos ilustran claramente la postura de la autoridad monetaria de la unión monetaria, para la cual el objetivo prioritario de la política monetaria es la estabilidad de precios y para la que el «apoyo a la política económica general de la Comunidad» debe entenderse en el sentido de que la mejor contribución de la política monetaria en este papel de apoyo es centrarse en el mantenimiento de la estabilidad a medio plazo, creando así un clima en el que sean más efectivas las restantes políticas (BCE (1999), pp. 47–49).