

# LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA\*

OTMAR ISSING

*El autor formó parte del Directorio del Banco Federal de Alemania.  
Actualmente es miembro del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo.*

## INTRODUCCION

El 1o. de enero de 1999, Europa entró en una nueva era con la adopción de una moneda única —el euro— por parte de once de los quince Estados miembros de la Unión Europea. En este artículo se describe el marco para la ejecución de la política monetaria en la zona del euro.

De conformidad con el tratado firmado en Maastricht el 7 de febrero de 1992, Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, los Países Bajos y Portugal sustituyeron su moneda nacional por el euro, el 1o. de enero de 1999, tomando como base los tipos de conversión fijos e irrevocables del 31 de diciembre de 1998. Preparándose para este momento, los once países habían aplicado políticas encami-

nadas a intensificar el grado de convergencia económica, estableciendo al mismo tiempo los marcos institucionales y jurídicos para la ejecución de una política monetaria única, tarea que realizará el eurosistema, constituido por el Banco Central Europeo (BCE), con sede en Francfort, y los bancos centrales nacionales de los once países de la zona del euro.

## LA NUEVA ESTRUCTURA

El Banco Central Europeo (que sustituyó al Instituto Monetario Europeo, que realizó los trabajos preparatorios) fue establecido el 1o. de junio de 1998, junto con el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), constituido por el BCE y los quince bancos centrales nacionales de los países miembros de la Unión Euro-

\* Autorizado por Revista Finanzas & Desarrollo

pea. El eurosistema está regido por dos de los órganos de gobierno del BCE: el Comité Ejecutivo y el Consejo de Gobierno.

La función principal del Comité Ejecutivo, que está formado por el Presidente del Banco Central Europeo, el Vicepresidente y otros cuatro miembros, consiste en ejecutar la política monetaria de conformidad con las directrices y decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno, dando instrucciones a los bancos centrales nacionales. El Comité Ejecutivo también se encarga de la gestión cotidiana del Banco Central Europeo.

El Consejo de Gobierno, órgano encargado de formular la política monetaria única y establecer directrices para su ejecución, está compuesto por el Comité Ejecutivo y los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los once países de la zona del euro. Cada miembro cuenta con un voto. El presidente del Consejo de la UE y un miembro de la Comisión Europea también pueden participar en las reuniones, pero no tienen derecho a voto. La mayor parte de las decisiones, incluidas las de política económica, pueden adoptarse por mayoría simple. Sin embargo, en lo que respecta a las decisiones que afectan a las posiciones de los bancos centrales nacionales como accionistas del SEBC (por ejemplo, las relativas al capital y a las reservas en divisas del BCE), se ponderan los votos de cada banco central nacional en función de su participación en el capital del BCE (los votos de los miembros del Comité Ejecutivo tienen una ponderación de cero).

Mientras haya Estados miembros de la UE que no participen en la zona

del euro, el Consejo General, tercer órgano de gobierno del BCE, regirá el SEBC. El Consejo General está constituido por el Presidente y el Vicepresidente del BCE y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los quince países miembros de la UE. Dado que los bancos centrales de los países de la UE que no han adoptado (aún) el euro (Dinamarca, Grecia, el Reino Unido y Suecia) siguen aplicando su política monetaria nacional, estos bancos no participarán en las decisiones relativas a la política monetaria única de la zona del euro. Sin embargo, tendrán la oportunidad de examinar cuestiones de política monetaria y las relaciones cambiarias entre sus monedas y el euro. En este contexto, el Consejo General contribuye a los preparativos necesarios para la fijación de los tipos de cambio de las monedas de los cuatro países que no participan en la zona del euro frente al euro.

## **OBJETIVOS Y TAREAS**

Los Estatutos del SEBC forman parte del Tratado de Maastricht. El artículo 20. de los Estatutos del SEBC establece que «el objetivo primordial del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de dicho objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales en la Comunidad con miras a contribuir a la consecución de los objetivos de la Comunidad... El SEBC actuará según el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, favoreciendo una eficiente asignación de recursos...» Se hace hincapié sobre todo en el mantenimiento de la estabilidad de precios como base para la creación de condiciones económi-

cas que promuevan un crecimiento sostenido del producto, un alto nivel de empleo y mejores niveles de vida, fines todos ellos enunciados en el Tratado de Maastricht como objetivos de la Comunidad Europea.

Las tareas básicas del eurosistema están directamente relacionadas con el objetivo de lograr la estabilidad de precios y son las siguientes: definir y ejecutar la política monetaria de la zona del euro; realizar operaciones de cambio de divisas que sean coherentes con las disposiciones del artículo 109 del Tratado de Maastricht; mantener y administrar las reservas oficiales de divisas de los países de la UE; promover el buen funcionamiento del sistema de pagos, y contribuir a una buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y la estabilidad del sistema financiero. Además, el eurosistema desempeña funciones importantes de asesoramiento con respecto a nuevas disposiciones jurídicas de la UE o de los países en el ámbito de su competencia.

El artículo 107 del Tratado de Maastricht y el artículo 7o. de los Estatutos del SEBC garantizan la independencia del BCE, de los bancos centrales nacionales y de los miembros de sus órganos rectores en el ejercicio de sus facultades y en el desempeño de sus funciones. Estos no podrán recabar ni aceptar instrucciones de ningún gobierno de un Estado miembro, ni de ningún organismo de la Comunidad Europea, ni de ningún otro órgano. Además, estos gobiernos, instituciones y organismos se comprometen a no tratar de influir sobre el BCE ni sobre los bancos centrales nacio-

nales en el ejercicio de sus funciones. Asimismo, el artículo 10.4 de los Estatutos del SEBC, que establece que las reuniones del Consejo de gobierno del BCE, tendrán carácter confidencial, si bien éste podrá decidir hacer públicos los resultados de sus deliberaciones, fortalece la independencia de los miembros del Consejo de Gobierno en el proceso de toma de decisiones.

Esta independencia debería contribuir a que los órganos rectores del BCE se concentren en llevar a cabo su misión y en adoptar una orientación a mediano plazo basada en la evolución prevista, sin estar condicionados por consideraciones políticas a corto plazo. Para una nueva institución sin un historial en materia de política, es fundamental establecer un alto grado de credibilidad, lo que, a su vez, es esencial para el éxito de la política monetaria. En una sociedad democrática, la independencia de los bancos centrales o de otras instituciones en la consecución de ciertos objetivos debe estar estrechamente relacionada con la rendición de cuentas al público. El Tratado de Maastricht incluye varias disposiciones que velan por que el BCE sea responsable de sus actos.

En primer lugar, el BCE tiene varias obligaciones de información (artículo 15 de los Estatutos del SEBC). Primero, el BCE debe publicar un estado financiero consolidado del eurosistema cada semana. Segundo, debe elaborar y publicar informes trimestrales sobre las actividades del eurosistema. Tercero, debe preparar un informe anual sobre la política monetaria del eurosistema y otras actividades, que será presentado por

el presidente del BCE al Parlamento Europeo.

En la práctica, el BCE irá más allá de estas obligaciones de información dispuestas en los Estatutos, lo que demuestra el compromiso de informar al público sobre sus decisiones y sobre los fundamentos económicos en los que se basan dichas decisiones. Desde la creación del BCE, su presidente ha emitido periódicamente declaraciones públicas en las que se divulgan y explican las decisiones del Consejo de Gobierno. Desde enero de 1999, inmediatamente después de la primera reunión mensual del Consejo de Gobierno, se celebra una conferencia de prensa durante la cual el presidente y el vicepresidente presentan la opinión del Consejo de Gobierno con respecto a la situación económica y los fundamentos en los que se sustentan sus decisiones de política monetaria, y responden a las preguntas de la prensa. El texto de la declaración introductoria del presidente se pone inmediatamente a disposición del público al término de la conferencia de prensa.

El BCE también publica una evaluación detallada de la evolución económica de la zona del euro y de la orientación de la política monetaria en su boletín mensual, en el que también se publican artículos sobre cuestiones que afectan a la economía de la zona del euro y a las estadísticas de esta zona (las estadísticas monetarias también pueden consultarse en el sitio del BCE en Internet). Además, el BCE publica documentos de trabajo con el objeto de divulgar sus opiniones y fomentar el debate sobre cuestiones de políticas pertinentes.

Por último, el presidente del BCE podrá participar en las reuniones del Consejo de la UE de Ministros de Economía y Hacienda (ECOFIN) cuando se analicen cuestiones relacionadas con los objetivos y funciones del SEBC y del eurosistema. También podrá participar en las reuniones del nuevo Consejo Euro 11, constituido por los miembros de la zona del euro del Consejo Ecofin que se reúnen para intercambiar opiniones de manera informal.

## **ESTRATEGIA DE POLITICA MONETARIA**

Un elemento esencial de los trabajos preparatorios del Instituto Monetario Europeo y del BCE fue el diseño de una estrategia de política monetaria orientada a la estabilidad y la creación de instrumentos y procedimientos con miras a su implantación.

Para fomentar la rendición de cuentas y la transparencia, el Consejo de Gobierno del BCE ha formulado una definición clara y cuantitativa de la estabilidad de precios: un aumento interanual del índice de precios al consumo armonizado (IPCA) de la zona del euro inferior al 2%. La referencia a los aumentos de precio indica que se considera que la deflación tampoco es compatible con el objetivo de la estabilidad de precios. El Consejo de Gobierno también ha señalado que «la estabilidad de precios deberá mantenerse a mediano plazo», lo que indica que no reaccionará en caso de desviaciones a corto plazo (por ejemplo, como consecuencia de las perturbaciones de los precios de la energía o de medidas fiscales específicas) con respecto a un nivel de inflación que se considere compatible

con la estabilidad de precios. En estos casos, la política monetaria no tratará de corregir las variaciones puntuales del nivel de precios, sino que se centrará en evitar los efectos secundarios.

La estrategia de política monetaria del eurosistema se basa en otros dos elementos clave. En primer lugar, *el dinero desempeña una función primordial*, tomando como base la idea bien fundamentada desde el punto de vista empírico de que la inflación, por lo menos a largo plazo, es un fenómeno monetario. El Consejo de Gobierno ha anunciado un valor cuantitativo de referencia del 4 %, tasa de expansión monetaria que es compatible con el objetivo de estabilidad de precios y contribuye a dicho objetivo, permitiendo al mismo tiempo un ritmo sostenido de crecimiento del producto, del promedio móvil a tres meses de la tasa de crecimiento anual del agregado monetario en sentido amplio M3. Sin embargo, este valor de referencia no se considera como un objetivo monetario intermedio, a fin de evitar una reacción automática de la política monetaria frente a fluctuaciones del crecimiento de M3 que podrían no estar relacionadas con presiones inflacionistas, sino que podrían derivarse, por ejemplo, de la introducción del euro y de las innovaciones financieras.

En segundo lugar, el Consejo de Gobierno preparará una evaluación de gran alcance sobre los riesgos que corre la estabilidad de precios *utilizando una amplia gama de indicadores económicos y financieros*, por ejemplo, las tasas de interés a largo plazo y la curva de rendimientos, los

indicadores de la confianza de los consumidores y de las empresas, varias medidas del crecimiento del producto, los costos salariales y los costos unitarios de la mano de obra, los precios de importación de los productos básicos y el valor externo del euro en la medida en que afecte los precios de la zona del euro. Esta evaluación se llevará a cabo con cautela, teniendo en cuenta que las estadísticas de la zona del euro son de elaboración reciente, que los datos pertinentes provenientes de las fuentes nacionales no están totalmente armonizados y que las relaciones básicas de comportamiento podrían modificarse con la introducción de la moneda única.

## **INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA**

El eurosistema dispone de una gama de instrumentos para la ejecución de la política monetaria. Para regular la liquidez en el mercado monetario y controlar las tasas de interés a corto plazo, se utilizarán las operaciones de mercado abierto por medio de las cuales se suministra liquidez al sistema bancario a cambio de garantías adecuadas. Además, existen dos mecanismos permanentes por medio de los cuales las contrapartes autorizadas podrán invertir sus excedentes diarios de liquidez o cubrir sus necesidades de liquidez de un día para otro. Además, las instituciones de crédito deben mantener un nivel mínimo de reservas en sus cuentas en los bancos centrales del eurosistema.

Las operaciones de *mercado abierto* pueden adoptar la forma de operacio-

nes temporales, operaciones en firme, emisiones de certificados de deuda, *swaps* de divisas y la captación de depósitos a plazo fijo. Las operaciones de mercado abierto se inician a instancias del BCE, pero se realizan normalmente a través de los bancos centrales nacionales. Las operaciones de mercado abierto pueden dividirse en cuatro categorías. En primer lugar, las operaciones principales de financiación que se realizan mediante subastas regulares semanales de operaciones temporales de inyección de liquidez con un vencimiento de dos semanas. La tasa de interés de las subastas semanales constituye, pues, una de las variables clave mediante las cuales el eurosistema envía al público señales sobre la orientación de la política monetaria. En segundo lugar, las operaciones de financiación a más largo plazo, que se ejecutan mediante subastas regulares mensuales de operaciones temporales de inyección de liquidez con un vencimiento a tres meses, tienen por objeto satisfacer las necesidades adicionales de financiamiento a más largo plazo del sistema financiero. Tercero, las operaciones de ajuste (*fine-tuning*) se ejecutan, según sea necesario, con el objetivo de suavizar los efectos que pueden tener sobre las tasas de interés las perturbaciones inesperadas de la liquidez en el mercado monetario. Cuarto, el eurosistema puede emitir certificados de deuda y realizar operaciones temporales y operaciones en firme siempre que desee ajustar la posición estructural del eurosistema frente al sector financiero.

Los dos mecanismos permanentes son: *la facilidad marginal de crédito*

y *la facilidad de depósito*. Por iniciativa propia, las contrapartes pueden utilizar la primera para obtener crédito a un día de los bancos centrales nacionales contra activos de garantía. Ello implica que la tasa de la facilidad marginal de crédito determina normalmente un máximo para la tasa de interés del mercado a un día. Las contrapartes pueden utilizar la facilidad de depósito para realizar depósitos a un día en los bancos centrales nacionales. Por lo tanto, la tasa de interés de la facilidad de depósito representa normalmente un mínimo para la tasa de interés del mercado a un día. Tomadas en su conjunto, las tasas de interés de las facilidades de crédito y depósito constituyen una banda o «pasillo» en torno a la tasa de la subasta semanal y la tasa de interés del mercado a un día.

El sistema de coeficiente de caja tiene dos objetivos primordiales: contribuir a la estabilización de las tasas de interés del mercado monetario y a la creación de una demanda estructural suficiente de dinero del banco central. Las tasas de interés se estabilizan permitiendo a las instituciones de crédito hacer uso de un mecanismo de cálculo de promedios, lo que supone que el cumplimiento del coeficiente de caja se determina sobre la base de la media de los activos de caja mantenidos diariamente durante un período de mantenimiento de un mes. Dado que las instituciones de crédito no están obligadas a mantener diariamente el coeficiente de caja, tienen un incentivo para suavizar el efecto de las fluctuaciones temporales de liquidez sobre las tasas de interés del mercado monetario. La demanda estructural adecua-

da de dinero del banco central está garantizada mediante la aplicación de un coeficiente de caja del 2% en relación con los pasivos especificados de las instituciones de crédito. Al mismo tiempo, se ha hecho lo posible para evitar que surgan distorsiones competitivas con respecto a las instituciones financieras que no están sujetas al coeficiente de caja. Por esta razón, las reservas obligatorias se remuneran a un nivel correspondiente a la tasa de la subasta mensual, de acuerdo en general con las condiciones del mercado.

## **PROBLEMAS DE POLITICA ECONOMICA**

Como parte de la Unión Europea, el territorio económico representado por la zona del euro se ha caracterizado por la libre circulación de capitales, mano de obra, bienes y servicios desde 1992. Con la introducción del euro, el peso económico de este mercado único se ha elevado hasta un nivel comparable al de Estados Unidos. Este hito histórico tiene repercusiones de gran alcance desde el punto de vista de la gestión de la política económica en la zona del euro. La dificultad radica, en particular, en lograr que el euro sea un éxito en un entorno europeo único.

Esta cuestión está relacionada en primer lugar con la política monetaria única ejecutada por el eurosistema. Si bien esta política se caracterizará por un alto grado de continuidad en comparación con las políticas monetarias nacionales —orientadas hacia la estabilidad— aplicadas anteriormente, el eurosistema tendrá que establecer un sólido historial de gestión de política que demuestre que

merece la credibilidad que ha heredado de los bancos centrales nacionales. El eurosistema reúne las características necesarias para afrontar esta tarea. Sin embargo, todos los demás ámbitos que constituyen la política económica deben contribuir por su parte a establecer las condiciones que promuevan un euro estable. Estas tareas pueden resumirse en tres puntos.

En primer lugar, para que la política monetaria única logre mantener la estabilidad de precios, deberá respaldarse de manera inequívoca mediante sólidas políticas fiscales nacionales y acuerdos salariales acertados. Ello contribuirá a reforzar la credibilidad de la política monetaria, evitando presiones inflacionistas innecesarias. El marco de disciplina fiscal se establece en el Pacto de Estabilidad y crecimiento, en virtud del cual todos los gobiernos de la UE se han comprometido a mantener una situación presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit en condiciones económicas normales. Este marco probablemente dejará un margen de maniobra suficiente para que aumenten los déficit fiscales si se produce una desaceleración económica, sin sobrepasar el límite del 3% del PIB establecido en el Tratado de Maastricht (Protocolo No. 5). Los aumentos salariales deberán guardar relación con el crecimiento de la productividad de la mano de obra, pero también deberán tener en cuenta el alto nivel de desempleo en la zona del euro.

En segundo lugar, una moneda única se complementa con una política monetaria única. El eurosistema se basará exclusivamente en las pers-

pectivas de la evolución de los precios de la zona del euro y actuará en consecuencia. Ello implica que la política monetaria única no puede tener ninguna influencia frente a las perturbaciones económicas de un país determinado. En el nuevo entorno, los problemas económicos regionales o específicos de un país deberán abordarse mediante la aplicación de políticas fiscales nacionales adecuadas y mejorando la competitividad de los costos, lo que también podría mitigar los posibles efectos asimétricos de las medidas de política monetaria sobre cada uno de los países miembros.

En tercer lugar, manteniendo la estabilidad de precios, la política monetaria del eurosistema fomenta el crecimiento del producto y del empleo a largo plazo. Además, en circunstancias cíclicas específicas, la política monetaria puede contribuir en cierta medida a estabilizar el crecimiento del producto y del empleo, siempre que ello no ponga en peligro la estabilidad de precios. Sin embargo, su contribución será limitada en la lucha contra el desempleo. La solución a este problema radica en la apli-

cación de reformas estructurales orientadas a liberalizar los mercados de productos y de trabajo y a incentivar de forma más enérgica la creación de empleo. La mayor flexibilidad contribuirá a la adaptación de los precios y los salarios a las condiciones económicas, ya que los inversionistas serán más receptivos ante nuevas oportunidades.

Basándose en estos principios, los responsables de la política económica de la zona del euro podrán aplicar una combinación de medidas de políticas a nivel nacional y en toda la zona del euro que promueva un crecimiento sostenible no inflacionario, un alto nivel de empleo y mejores niveles de vida. En esta nueva era, Europa tiene la oportunidad sin precedentes de alcanzar estos objetivos comunes.

#### **BIBLIOGRAFIA**

*Banco Central Europeo*, 1998. La política monetaria única en la tercera etapa. Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC (Francfort). ●