



# LOS PRIMEROS NUEVE AÑOS DE POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

José Manuel González- Páramo \*

## 1. Introducción

La introducción del euro en 1999, con la transición a un nuevo marco estratégico y operativo de la Política Monetaria, supuso un hito histórico sin precedentes. En ese momento, la economía europea experimentó un cambio institucional sustantivo: 11 economías nacionales, que mantenían intactas sus competencias en materia de Política Presupuestaria y Políticas Estructurales, unificaron su moneda y su Política Monetaria.

Desde el mero punto de vista de la gestión y la implementación de la Política Monetaria, la magnitud de esta apuesta es fácil de intuir si se tiene en cuenta que, en el contexto de la nueva Unión Monetaria, las principales relaciones económicas que habían sido válidas en el pasado podían perder gran parte de su relevancia. Este formidable cambio institucional generó inicialmente una notable incertidumbre sobre aspectos tan relevantes como el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la Política Monetaria, o sobre las propiedades de los indicadores estadísticos que se habían armonizado entre los países de la zona del euro con anterioridad al comienzo de la Unión Monetaria. Del mismo modo, en el terreno de la instrumentación de la Política Monetaria constituía un reto de enorme entidad preparar la transición de la diversidad de los esquemas operativos existentes a un marco verdaderamente uniforme y armonizado, y que fuera además flexible y adaptable a unas circunstancias potencialmente cambiantes.

En este contexto de incertidumbre, y sobre la base del marco institucional establecido en el Tratado de la Unión Europea, se definió la estrategia de Política Monetaria del Banco Central Europeo (BCE), a cuya breve descripción está dedicada la segunda parte de este artículo. A continuación, se efectúa un repaso de las decisiones de Política Monetaria del Banco Central Europeo desde 1999 y se ofrece una evaluación de dicha política en términos de su capacidad para lograr el cumplimiento de su mandato y de la robustez y flexibilidad mostrada por su marco operativo. Por último, el artículo aborda brevemente algunos de los retos actuales más significativos para la economía europea y el posible papel de la Política Monetaria.

---

\* Banco Central Europeo.

## 2. La estrategia de Política Monetaria del Banco Central Europeo

### 2.1. La independencia del Banco Central Europeo

El primer elemento de la estrategia de Política Monetaria lo constituye la plena independencia del Banco Central Europeo y de los bancos centrales nacionales que integran el Eurosistema, garantizada en el artículo 108 del Tratado de la Unión Europea.

La independencia del Banco Central en el desarrollo de la Política Monetaria resulta esencial, porque ésta constituye una salvaguarda contra cualquier sesgo inflacionista, asociado al ciclo político. En efecto, tanto los argumentos teóricos como la evidencia empírica disponibles muestran que la credibilidad y los resultados de la Política Monetaria mejoran cuando las decisiones referentes a esta última quedan excluidas de la esfera de influencia política<sup>1</sup>.

La independencia refuerza la credibilidad del Banco Central en lo que se refiere a su capacidad para mantener la inflación bajo control y para anclar las expectativas del mercado en un nivel acorde con la estabilidad de precios, contribuyendo, de esta forma, al logro de otros objetivos de política económica, como el mantenimiento de un crecimiento sostenido y un alto nivel de empleo.

Por supuesto, como un aspecto fundamental de la legitimidad democrática, la independencia ha de estar acompañada de la aplicación rigurosa de normas de control. Un banco central independiente ha de rendir cuentas de sus decisiones ante los ciudadanos y sus representantes. De hecho, esta obligación, el reverso de la moneda de su independencia, impone, en sí misma, una disciplina al Banco Central para que desempeñe sus funciones de acuerdo con su mandato.

### 2.2. El objetivo de estabilidad de precios y su definición

Un segundo aspecto clave de la estrategia del BCE es el relativo al objetivo de la Política Monetaria. El Tratado de la Unión Europea establece, en su artículo 105.1, como objetivo primordial y prioritario del Banco Central Europeo el mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. El establecimiento de este objetivo es un reconocimiento también a la evidencia acumulada a lo largo del tiempo, tanto de orden teórico como empírico, que sugiere que la presencia de tasas de inflación elevadas tiene efectos negativos sobre el crecimiento y el empleo a largo plazo<sup>2</sup>, mientras que una situación de estabilidad de precios favorece el funcionamiento de los mercados y contribuye a la sostenibilidad del crecimiento económico y al incremento del bienestar social.

<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, CUKIERMAN (1992); ALESINA y SUMMERS (1993) y POSEN (1993).

<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, GARCIA HERRERO *et alii* (2001).



El Tratado deja sin definir, sin embargo, la cuestión de qué ha de entenderse en la práctica por «estabilidad de precios». En consecuencia, en octubre de 1998, el Banco Central Europeo publicó una definición cuantitativa de estabilidad de precios como «un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro»<sup>3</sup>. Con posterioridad, el Consejo de Gobierno del BCE aclaró este objetivo, haciendo explícita su interpretación del objetivo de estabilidad de precios: se trata de mantener las tasas de inflación «en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo»<sup>4</sup>. Diversos elementos de esta definición merecen un comentario más detallado.

En primer lugar, en relación con el ámbito de la definición, la estabilidad de precios se evalúa en función de la evolución de los precios en el conjunto del área del euro. Con una Política Monetaria única, las decisiones deben tomarse de forma que reflejen las condiciones prevalecientes en el área del euro en su totalidad, y no las prevalecientes en áreas regionales o nacionales específicas.

En segundo lugar, como instrumento de medición de la estabilidad de precios, el Banco Central Europeo decidió elegir un índice general de precios específico, el IAPC, frente a otras opciones existentes. Esta elección se realizó, fundamentalmente, por motivos de transparencia, relevancia económica y gobernanza<sup>5</sup>. El IAPC es el único índice de precios de «alta calidad» de la zona del euro, lo suficientemente armonizado entre los distintos países y que se publica todos los meses; además, es el índice que mejor aproxima las variaciones que se van produciendo en el precio de una cesta representativa de bienes y servicios adquiridos por los hogares de la zona del euro. La utilización de este índice hace patente, por último, un elemento de buena gobernanza: frente a otras definiciones de inflación, el IAPC es elaborado y publicado por instituciones ajenas al BCE.

En tercer lugar, la delimitación cuantitativa del objetivo de inflación, una tasa de inflación positiva, aunque reducida, viene justificada por distintas consideraciones:

- De un lado, este objetivo de inflación proporciona un margen suficiente que sirva de protección contra los riesgos de deflación. La experiencia de Estados Unidos en los años 30 del siglo pasado y, más recientemente, de Japón muestra que una situación de deflación prolongada puede implicar riesgos para la estabilidad macroeconómica. Sobre todo, un período prolongado de deflación paralelo a una situación de debilidad

<sup>3</sup> La definición del BCE se alinea con las definiciones utilizadas por la mayoría de los bancos centrales nacionales de la zona del euro antes del inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, lo que introdujo un importante elemento de continuidad con las estrategias de Política Monetaria seguidas con éxito en el pasado por aquéllos. Por ejemplo, cuando el Deutsche Bundesbank fijó su objetivo monetario para el período 1997-1998, lo formuló como un incremento de los precios a medio plazo de entre un 1,5% y un 2%. En 1998, el Banque de France definió la estabilidad de precios como un incremento de la tasa de inflación medida por el IPC inferior al 2% a medio plazo. Banca d'Italia adoptó un objetivo similar para 1998. Por otra parte, cuando el Consejo ECOFIN adoptó, en julio de 1995, las Orientaciones Generales de Política Económica, indicó que el 2% sería la tasa máxima de inflación compatible con la estabilidad de precios, lo que quedó implícitamente confirmado por las *Orientaciones* publicadas en 1998. Véase DUISENBERG (2001).

<sup>4</sup> Véase BCE (2003).

<sup>5</sup> El BCE realiza también un seguimiento periódico de otras mediciones, aunque no las emplea para definir la estabilidad de precios, puesto que algunos aspectos de su cálculo no son lo suficientemente transparentes. Véase BCE (2001).

del crecimiento podría limitar la eficacia de la Política Monetaria, dado que los tipos de interés nominales no pueden reducirse por debajo de cero. Varios estudios han tratado de valorar la probabilidad de que los tipos de interés nominales se sitúen en torno al límite inferior cero con objetivos de inflación del Banco Central en diversos niveles. La mayor parte de estos estudios muestran que esta probabilidad es muy reducida cuando el objetivo del Banco Central está dirigido a mantener la tasa de inflación por encima del 1% a medio plazo<sup>6</sup>.

- De otro lado, el fijar un objetivo de inflación superior a cero permite también tener en cuenta el hecho de que todo índice de precios de consumo puede estar sujeto a un sesgo de medición, de manera que la inflación medida por el IAPC podría resultar ligeramente superior a la inflación real. Este sesgo es atribuible a las dificultades de las autoridades estadísticas para introducir sin retraso los ajustes relacionados con los cambios en la calidad de los bienes, en la representatividad muestral y en el patrón de preferencias de los consumidores. En la zona del euro, la magnitud precisa de este sesgo es difícil de estimar, aunque probablemente sea reducida, teniendo en cuenta las continuas actualizaciones que realiza Eurostat en el índice<sup>7</sup>.
- Por último, lograr una tasa de inflación inferior, aunque próxima, al 2% debería atenuar el riesgo de que algunos países operen estructuralmente con tasas de inflación negativas o muy reducidas<sup>8</sup>.

### 2.3. La orientación de medio plazo

Por otra parte, el objetivo de inflación del Banco Central Europeo se refiere a un horizonte de medio plazo, lo cual supone un reconocimiento de que la Política Monetaria únicamente puede controlar la evolución de los precios en horizontes temporales largos, nunca a corto plazo.

En contraste con las estrategias de objetivo de inflación (*inflation targeting*), el Banco Central Europeo no ha establecido un horizonte temporal específico para su Política Monetaria. Las razones que justifican esta decisión son múltiples. Los desfases con los que la Política Monetaria influye en la evolución de los precios son variables e inciertos. Además, la respuesta óptima de la Política Monetaria depende siempre de la naturaleza e intensidad específica de las perturbaciones que afectan a la economía. Un horizonte de medio plazo permite a los bancos centrales la flexibilidad necesaria para responder adecuadamente a perturbaciones económicas de distinta naturaleza, evitando introducir una volatilidad innecesaria en la producción y del empleo.

<sup>6</sup> Véanse COENEN (2003) y KLAEFFLING y LÓPEZ PÉREZ (2003).

<sup>7</sup> Véase WYNNE y RODRÍGUEZ PALENZUELA (2002).

<sup>8</sup> Véase BCE (2005b).



## 2.4. Los dos pilares

A fin de cumplir este objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios en el medio plazo, el Banco Central Europeo ha elegido una estrategia basada en un conjunto amplio de indicadores que descansa sobre dos pilares, el análisis económico y el análisis monetario<sup>9</sup>. Su finalidad es garantizar que toda la información relevante sea tenida en cuenta, y que se preste la debida atención a diferentes perspectivas analíticas en la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios.

- El análisis económico se centra en los riesgos a corto y a medio plazo, basándose, fundamentalmente, en la evaluación económica y financiera, desde la perspectiva de la interacción entre la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores. En este contexto, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, que se publican periódicamente por razones de transparencia, desempeñan una función importante en el análisis económico. Importante pero no exclusiva, pues el Consejo de Gobierno analiza todas las proyecciones y fuentes de información disponibles.
- El análisis monetario ofrece indicaciones sobre las tendencias futuras de los precios desde una perspectiva de medio y largo plazo, aprovechando la relación a largo plazo existente entre el dinero y los precios. La valoración del crédito y del dinero desempeña un destacado papel en este contexto.

Estas dos perspectivas sobre el funcionamiento de la economía ofrecen, por tanto, información complementaria, y cada una tiene sus ventajas comparativas. El análisis económico se adecua al examen de los riesgos para la inflación en horizontes más cortos, mientras que el análisis monetario constituye un instrumento para detectar la emergencia de presiones inflacionistas o deflacionistas incipientes en horizontes temporales más largos. En ausencia de un modelo macroeconómico satisfactorio que integre plenamente la información procedente de ambos grupos de indicadores, el Banco Central Europeo ha decidido contrastar periódicamente la información suministrada por los dos pilares a fin de obtener una valoración global de los riesgos para la estabilidad de precios.

<sup>9</sup> Véase BCE (2004).

## 2.5. Transparencia, rendición de cuentas y comunicación del BCE

Un último aspecto esencial de la estrategia de Política Monetaria del Banco Central Europeo se refiere a la transparencia, la rendición de cuentas y la comunicación.

La transparencia de los bancos centrales respecto de la estrategia, las decisiones y la instrumentación cumple dos funciones: una que se podría llamar «política», y otra «económica». La función «política» busca dotar de legitimidad al ejercicio independiente de una competencia delegada por los ciudadanos, a través de sus representantes democráticamente elegidos. Así, son fundamentalmente el Parlamento Europeo y sus miembros ante quienes el BCE responde, vía comparecencias periódicas del Presidente u otros miembros de órganos de gobierno o a través de otros medios.

La segunda función de la transparencia es de índole «económica», pues tiene como objetivo aumentar la eficacia de las decisiones de la Política Monetaria a través de la comunicación. En este contexto, los bancos centrales de todo el mundo conceden hoy mucha importancia al logro de un elevado grado de transparencia. La adopción de una estrategia adecuada y transparente, complementada por la explicación continua de las decisiones, constituye una guía para los mercados en lo que concierne, sobre todo, a las expectativas de inflación y a la orientación futura de la Política Monetaria.

La cuestión de la credibilidad es otro aspecto importante de este debate. En palabras de ALAN BLINDER (1999): «un banco central tiene credibilidad cuando el público cree que hará lo que dice». Esto significa que la credibilidad se ve reforzada si las palabras se corresponden con las acciones, lo que implica que los bancos centrales han de seleccionar sus palabras con mucha ponderación. Al mismo tiempo, el banco central ha de hacer lo que esté en su mano para que, tanto el carácter condicional de las previsiones que utiliza, como los mensajes referentes a las perspectivas para el curso de la Política Monetaria, se entiendan de manera adecuada. De no ser así, en el caso de que la realidad resultase ser distinta de sus previsiones, el Banco Central podría ver en juego su credibilidad. La incertidumbre inherente a que se enfrenta necesariamente el banco central ha de formar parte, por tanto, de su comunicación.

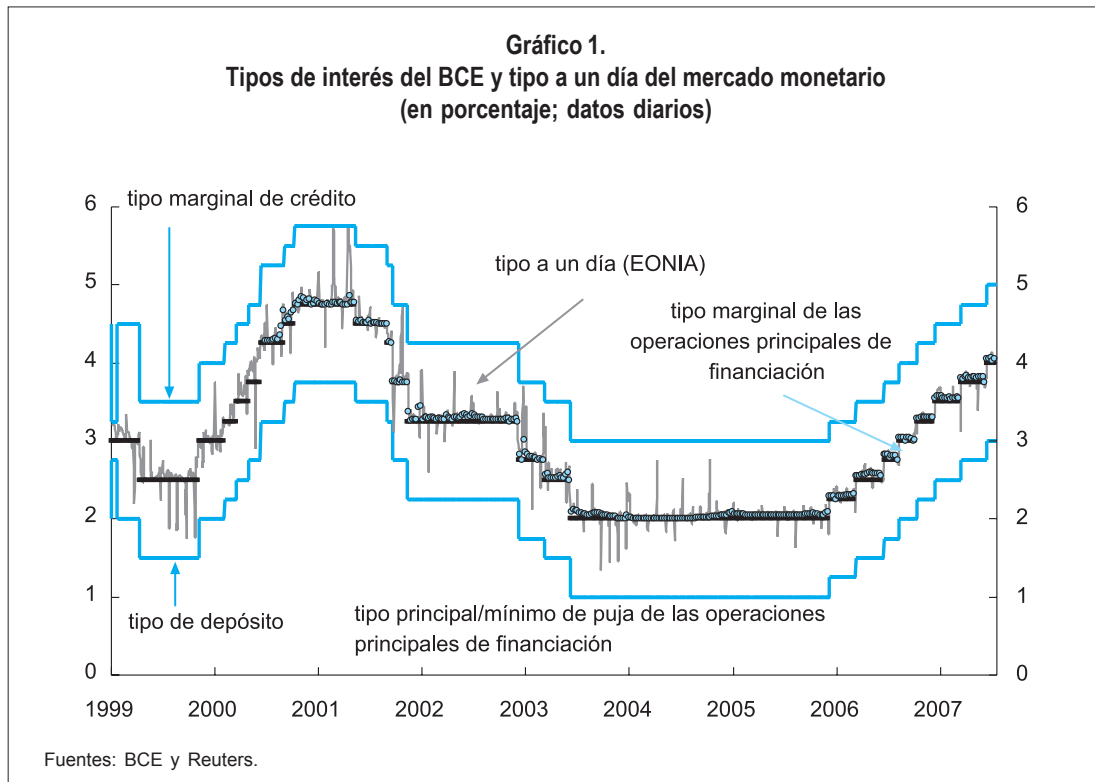
## 3. La evolución de la Política Monetaria del BCE desde el comienzo de su andadura

¿Qué valoración podemos hacer de la capacidad de la Política Monetaria para cumplir con su mandato tras nueve años de experiencia? Para tratar esta cuestión cabe efectuar, en primer término, un breve repaso de la evolución de la Política Monetaria del Banco Central Europeo desde su creación.

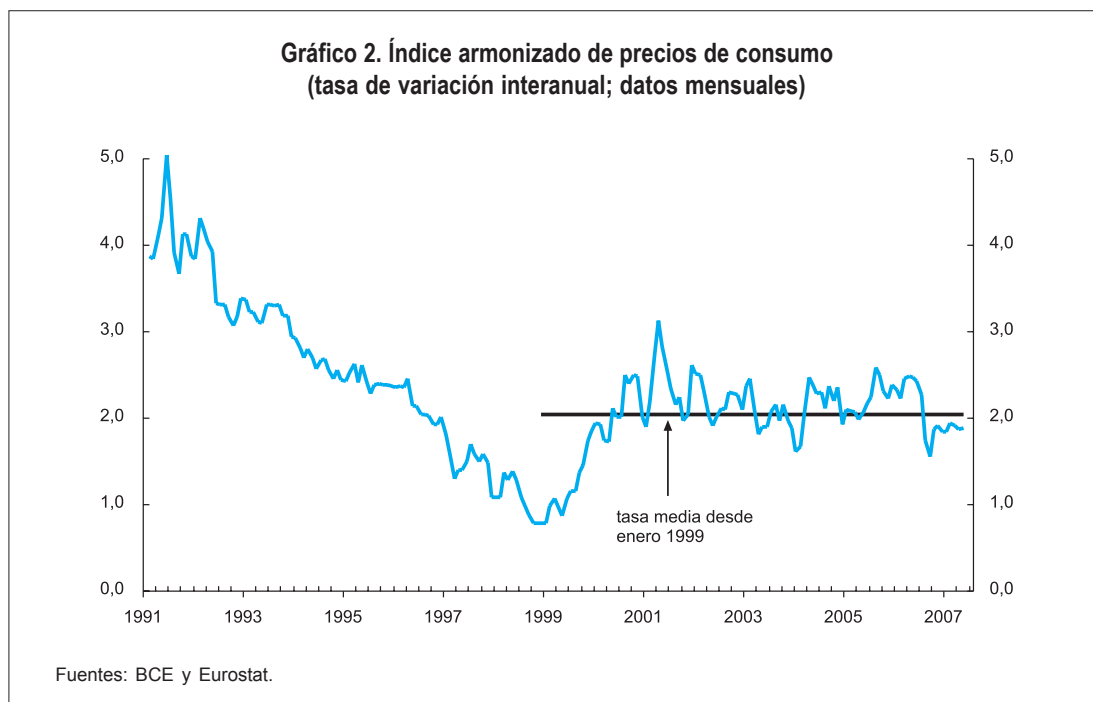


### 3.1. Los pasos iniciales

El proceso de convergencia que desembocó en la tercera fase de la UEM concluyó con éxito cuando el BCE se hizo cargo de la Política Monetaria de la zona del euro, el 1 de enero de 1999. La estabilidad de precios que se había alcanzado en los países integrantes de la zona permitió al Consejo de Gobierno iniciar sus operaciones en un momento en que los tipos de interés ya estaban en niveles muy reducidos. El tipo de interés de la primera operación principal de financiación se fijó en el 3% (Gráfico 1).



En el primer trimestre de 1999, los precios se mantuvieron en una senda moderada, debido, principalmente, a los efectos de anteriores perturbaciones de oferta de carácter favorable asociadas, en particular, a la caída de los precios del petróleo y a las presiones bajistas sobre los márgenes de beneficios que se produjeron en algunos sectores, en particular en el de telecomunicaciones, como consecuencia de los procesos de liberalización de los mercados. A principios de 1999, la inflación medida por el índice de precios armonizados (IAPC) era inferior al 1% (Gráfico 2). En este entorno de inflación reducida, se pusieron de manifiesto riesgos de desaceleración del crecimiento económico, asociados a la mayor debilidad de la demanda exterior derivada de la crisis asiática de finales de 1997 y al empeoramiento de la confianza tras las perturbaciones provocadas en los mercados financieros por la crisis rusa del verano de 1998. Así, fue haciéndose cada vez más patente que los posibles riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo serían a la baja.



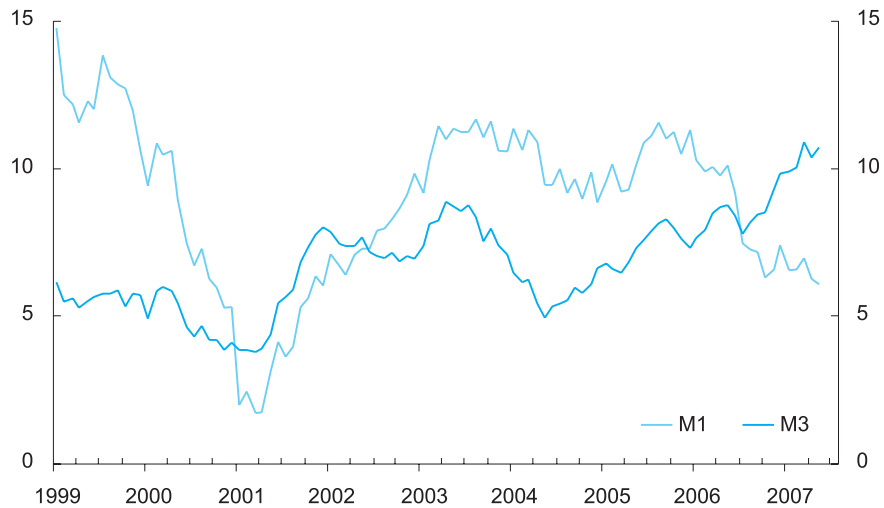
No obstante, al mismo tiempo algunos indicadores parecían apuntar en dirección opuesta. A pesar de la desaceleración económica, la confianza de los consumidores se mantuvo relativamente alta. Por otra parte, los precios del petróleo comenzaron a elevarse a partir de mediados de febrero, y el euro se depreció ligeramente en términos efectivos en los primeros meses del año. Por último, en el mismo período los préstamos al sector privado crecieron a una tasa interanual de aproximadamente el 10%, y el crecimiento de M3 se situó por encima del valor de referencia del BCE (Gráficos 3 y 4). Con todo, la evolución monetaria no parecía entrañar riesgos al alza para la estabilidad de precios en esos momentos, en parte porque las desviaciones con respecto al valor de referencia (fijado en 4,5%) no fueron ni significativas ni prolongadas.

En resumen, en un contexto en el que las tasas de inflación observadas se situaban significativamente por debajo del límite superior de la definición de estabilidad de precios del Eurosistema, y en vista de las presiones a la baja sobre la evolución futura de los precios asociadas a un debilitamiento de la actividad, el Consejo de Gobierno decidió en abril de 1999 reducir el tipo de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos hasta situarlo en el 2,5%.



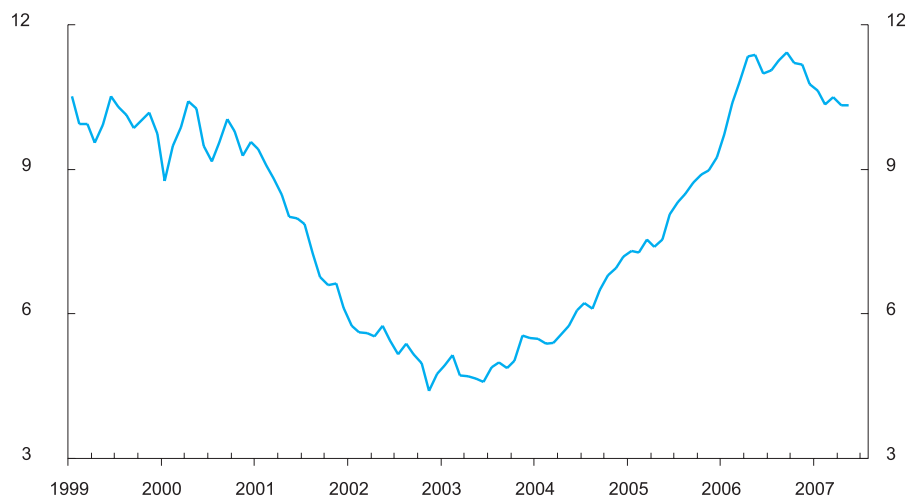


**Gráfico 3.**  
**Agregados monetarios**  
**(tasas de variación interanual; datos mensuales)**



Fuente: BCE.

**Gráfico 4.**  
**Préstamos de Instituciones Financieras Monetarias al sector privado**  
**(tasa de variación interanual; datos mensuales)**



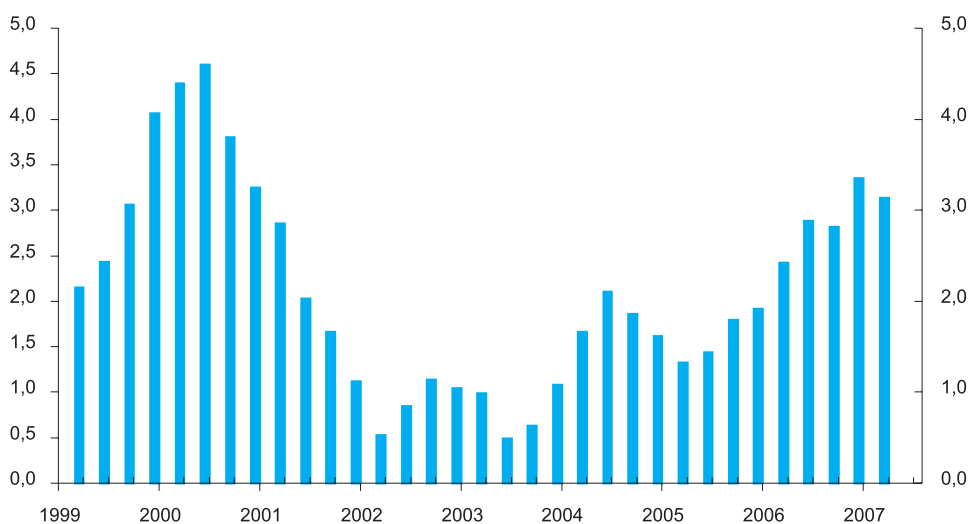
Fuente: BCE.

### 3.2. El primer ciclo alcista: 1999-2000

A partir del verano de 1999 se registraron perturbaciones substanciales de incremento de los precios. En un primer momento el impacto más fuerte provino de la combinación de un fuerte incremento del precio del petróleo y un aumento generalizado de los precios de importación, que reflejaron la evolución del tipo de cambio, que se depreció considerablemente, y los precios a nivel mundial. Antes de finalizar el año 2000, los precios del petróleo y de importación habían aumentado a niveles que no se habían observado desde el comienzo de los 90.

En este contexto, y también teniendo en cuenta la robustez del crecimiento económico de la ZONA DEL EURO en 1999 y 2000 (Gráfico 5), el *boom* todavía existente en los mercados de activos y la continua acumulación de liquidez observada, con crecimientos de M3 superiores al 6% y una tasa de crecimiento de los préstamos al sector privado en torno al 10% interanual, el Consejo de Gobierno aumentó progresivamente los tipos de interés en varias ocasiones entre noviembre de 1999 y octubre de 2000, hasta un total de 225 puntos básicos, con el principal objetivo de mantener la estabilidad de precios en el medio plazo. Se trataba de impedir que las perturbaciones mencionadas afectaran las expectativas de inflación de la ZONA DEL EURO en el medio y largo plazo. Las indicaciones proporcionadas tanto por el análisis económico como por el pilar monetario justificaban esta orientación de la Política Monetaria.

**Gráfico 5.**  
**Producto interior bruto real**  
**(tasa de variación interanual; datos trimestrales)**



Fuente: Eurostat.



### 3.3. Desaceleración internacional y volatilidad financiera: 2001-2003

La inflación interanual medida por el IAPC continuó elevándose a principios de 2001 y superó el 3%, principalmente como consecuencia de las alzas registradas en los precios de los alimentos no elaborados, relacionadas con las enfermedades sufridas por determinadas especies animales<sup>10</sup>, aunque el crecimiento de los salarios también contribuyó al aumento de la inflación.

Estas presiones a corto plazo sobre los precios contrastaban, sin embargo, con la evolución de la economía real. A finales de 2000 la economía mundial ya mostraba señales de debilidad. Las primeras indicaciones de una ralentización en Estados Unidos, que se hizo patente tras el acusado descenso de las cotizaciones bursátiles con respecto a los máximos registrados a principios de 2000, así como el deterioro de la situación en Japón, generaron una creciente incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento mundial. En la zona del euro también se observaron algunos indicios de desaceleración del crecimiento económico a principios de 2001. De hecho, todas las previsiones disponibles a finales de 2000 y principios de 2001 indicaban, para finales de 2001, un descenso gradual del crecimiento del PIB real en la zona del euro hacia niveles acordes con su crecimiento potencial.

En cuanto a las variables monetarias, el crecimiento interanual de M3 se mantuvo por debajo del nivel de referencia, y la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado también se moderó desde comienzos del 2001. Se puede afirmar, por lo tanto, que tanto la evolución monetaria como la moderación de las perspectivas de crecimiento apuntaban a una disminución de las presiones inflacionistas. En este contexto, el BCE comenzó un ciclo de relajación de su Política Monetaria y acordó reducir los tipos de interés en 25 puntos básicos en mayo y, de nuevo, en agosto de 2001.

Con posterioridad, en septiembre de 2001, en respuesta a las circunstancias excepcionales causadas por los atentados terroristas en Estados Unidos, el Consejo de Gobierno del BCE recortó los tipos oficiales en 50 puntos básicos, en línea con la reacción de la Reserva Federal de Estados Unidos y de otros bancos centrales.

Tras los atentados terroristas se hizo cada vez más patente que la actividad económica de la zona del euro mantendría su atonía. Al mismo tiempo, el impacto de las presiones inflacionistas causadas por la subida de los precios del petróleo, la depreciación del tipo de cambio del euro en los años 1999 y 2000 y el aumento de los precios de los alimentos registrado a principios de 2001, estaba empezando a remitir. Además, aunque el crecimiento monetario era intenso, no se consideraba indicativo de riesgos al alza para la estabilidad de precios, dado que se entendía

<sup>10</sup> En concreto, los problemas sanitarios relacionados con los casos de encefalopatía espongiforme bovina registrados en algunos países, el brote de fiebre aftosa y las medidas adoptadas para impedir la propagación de esta enfermedad ejercieron presiones al alza sobre los precios de los alimentos no elaborados.

que la persistente caída de las cotizaciones bursátiles con respecto a los máximos observados a principios de 2000, había llevado a muchos inversores a reestructurar sus inversiones a favor de instrumentos a corto plazo más líquidos y más seguros. Este proceso se afianzó aún más tras los atentados terroristas en la medida en que elevaron la incertidumbre. Al mismo tiempo, el crecimiento de los préstamos estaba disminuyendo. Considerando todas estas circunstancias, el BCE rebajó los tipos de interés en 50 puntos básicos adicionales en noviembre de 2001, situándolos en el 3,25%.

En los primeros meses de 2002, algunos indicadores apuntaron a una recuperación de la actividad económica en la zona del euro y, en general, a escala mundial. No obstante, la fortaleza de la recuperación permaneció rodeada de un grado excepcionalmente alto de incertidumbre debido, entre otros factores, a la elevada volatilidad de los mercados de valores. De hecho, en el segundo semestre de 2002 el repunte de la economía resultó ser más débil de lo esperado. Las tensiones geopolíticas en Oriente Medio se intensificaron, como quedó reflejado en la subida de los precios del petróleo. Al mismo tiempo creció la inquietud sobre la fiabilidad de la información sobre la contabilidad financiera que proporcionaban las empresas. Esto, unido a datos de beneficios empresariales peores de lo esperado, continuó afectando a las cotizaciones bursátiles en un entorno de elevada volatilidad. Todos estos factores dieron lugar a que las expectativas de crecimiento económico en la zona del euro se revisaran de nuevo a la baja.

No obstante, la inflación medida por el IAPC se mantuvo por encima del 2% en el 2002, debido en parte al efecto de condiciones meteorológicas adversas en los precios de los alimentos, y a la subida de los precios del petróleo. También se produjo cierto impacto al alza en los precios como consecuencia de la introducción física del euro, en particular en lo que respecta a determinados servicios, aunque el efecto general fue reducido. El hecho de que los componentes menos volátiles de la inflación mantuvieran tasas bastante elevadas en un contexto de contención de la actividad económica y de que el crecimiento de los salarios nominales continuara siendo relativamente intenso a pesar del aumento del desempleo, fueron motivos de cierta preocupación en lo que se refiere a las perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo.

Sin embargo, la moderación de la actividad económica se consideraba, cada vez más, un factor que, en última instancia, limitaría los posibles riesgos al alza para la estabilidad de precios, ya que en este entorno era menos probable que se materializaran riesgos relacionados con los salarios. Además, la apreciación del tipo de cambio del euro en la primavera del 2002 contribuyó a reducir las presiones inflacionistas.

El crecimiento monetario mantuvo su intensidad en 2002 y principios de 2003. Al igual que en 2001, esta evolución obedeció, en parte, a la elevada volatilidad de los mercados financieros, que aumentó las preferencias de los inversores por activos financieros líquidos a corto plazo y de menor riesgo. Teniendo en cuenta la debilidad de la actividad económica en la zona del euro y la persistencia de un crecimiento moderado del crédito, se consideró que los riesgos inflacionistas relacionados con el fuerte crecimiento monetario eran limitados. Considerando todas estas circuns-



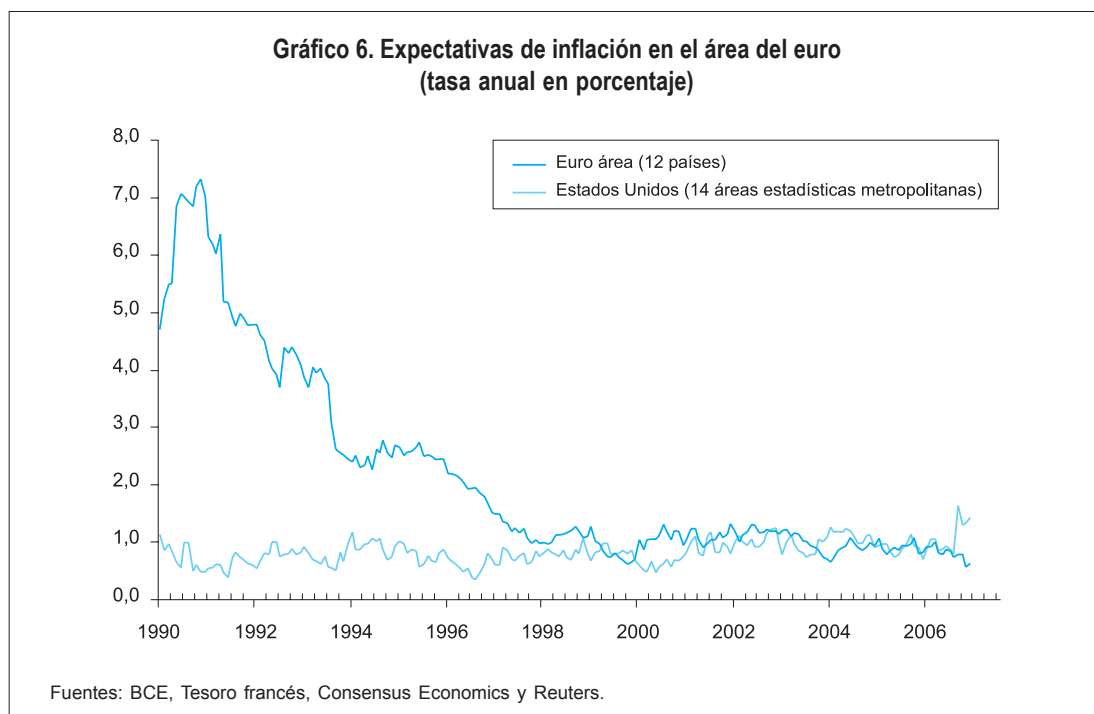
tancias, el Consejo de Gobierno volvió a recortar los tipos de interés oficiales del BCE un total de 125 puntos básicos durante el período comprendido entre diciembre de 2002 y junio de 2003.

En total, el ajuste de la Política Monetaria en el área euro desde mayo de 2001 hasta junio de 2003 supuso una reducción acumulada en los tipos de intervención de 275 puntos, que situaron los tipos de interés en el 2%.

### 3.4. Tipos de interés en niveles históricamente bajos: 2003-2005

En el segundo semestre de 2003 se inició una recuperación de la actividad económica en la zona del euro, que continuaría también en 2004, aprovechando el intenso crecimiento económico mundial, si bien a partir del segundo semestre de 2004, el dinamismo económico en la zona del euro se debilitó ligeramente, debido en parte a la subida de los precios del petróleo, que sufrió una notable escalada a partir de marzo.

En este contexto de gradual recuperación, las presiones inflacionistas internas siguieron contenidas, gracias sobre todo a los moderados incrementos de los costes laborales. La ligera apreciación del euro en términos efectivos nominales también contribuyó a que se redujeran en cierta medida las presiones inflacionistas. No obstante, en 2004 el aumento de los precios administrados y de los impuestos indirectos, así como el alza de los precios del petróleo, especialmente en el segundo semestre del año, afectaron significativamente a las tasas de inflación.



En cuanto a las variables monetarias, el crecimiento interanual de M3 experimentó una tendencia a la baja desde el verano del 2003, una evolución que reflejaba principalmente la reversión de anteriores movimientos de cartera, a medida que los inversores modificaron la estructura de sus carteras a favor de activos financieros a más largo plazo y con mayor nivel de riesgo no incluidos en M3, tras un período de preferencia excepcional por la liquidez asociado a la mayor incertidumbre económica y financiera observada entre el 2001 y mediados del 2003. Sin embargo, en el segundo semestre del 2004, el impacto al alza sobre el crecimiento de M3 - especialmente en sus componentes más líquidos- de la persistencia de los reducidos tipos de interés, fue más intenso que el gradual impacto a la baja de la normalización del comportamiento de los inversores en la asignación de carteras. Además, los bajos tipos de interés estimularon la demanda de crédito en el sector privado. En particular, la demanda de préstamos para adquisición de vivienda aumentó con respecto a unos niveles ya elevados.

Con toda esta información, al evaluar las tendencias de los precios a medio plazo, el Consejo de Gobierno estimó que las presiones inflacionistas seguirían contenidas, debido, sobre todo, a la débil situación de mercado de trabajo y a las expectativas de moderación salarial. En este clima de presiones moderadas de los precios internos y de unas perspectivas favorables para la estabilidad de precios a medio plazo, el Consejo de Gobierno del BCE no modificó los tipos de interés oficiales ni en la segunda mitad de 2003 ni durante todo el año 2004, que se mantuvieron en mínimos históricos.

Sin embargo, el Consejo de Gobierno observó paulatinamente que el mantenimiento de un exceso de liquidez elevado y la fuerte expansión del crédito no sólo constituían riesgos al alza para la estabilidad de precios, sino también una posible causa de aumentos insostenibles de los precios de los activos, sobre todo, en los mercados inmobiliarios.

En el primer semestre de 2005, esta situación no se modificó sustancialmente. El crecimiento económico siguió siendo moderado, aunque se estimaba que seguían dándose las condiciones para un fortalecimiento de la actividad económica, y persistían riesgos a la baja relacionados con el bajo nivel de confianza de los consumidores, el elevado nivel y la volatilidad de los precios del petróleo y los desequilibrios mundiales.

Asimismo, continuó el fuerte dinamismo de la evolución monetaria y la expansión del crédito al sector privado. Así, la demanda de préstamos para adquisición de vivienda continuó siendo vigorosa, al tiempo que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a sociedades no financieras volvió a repuntar gradualmente.

En lo que respecta a la evolución de los precios, la acusada subida de los precios del petróleo siguió ejerciendo una significativa presión al alza en la dinámica de la inflación. No obstante, la evolución de los salarios continuó siendo moderada, con lo que no hubo evidencia de acumulación de presiones inflacionistas internas en la zona del euro. Sí se apreciaron, sin embargo, riesgos al alza, relacionados, en concreto, con la evolución futura de los precios del



petróleo y los posibles incrementos de los precios administrados y los impuestos indirectos. Asimismo, el Consejo de Gobierno subrayó la necesidad de mantenerse alerta ante la posibilidad de que se produjesen efectos secundarios, por la fijación de salarios y precios que podría resultar de la subida de los precios del crudo.

En definitiva, el Consejo de Gobierno concluyó que, si bien en el entorno de moderación de las presiones inflacionistas internas seguía siendo apropiado mantener los tipos de interés en niveles históricamente bajos, debía mantenerse alerta ante la posibilidad de que se materializaran los riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

### 3.5. Recuperación económica y riesgos inflacionistas: 2005-2007

Durante el segundo semestre de 2005, la expansión de la actividad económica de la zona del euro volvió a cobrar dinamismo, beneficiándose del fuerte y persistente crecimiento de la demanda mundial, del sólido aumento de los beneficios empresariales y de las muy favorables condiciones de financiación. Al mismo tiempo, las perspectivas para la actividad económica seguían sujetas a riesgos a la baja.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, las tasas de inflación crecieron hasta niveles significativamente superiores al 2%, llegando a situarse en el 2,6% en septiembre de 2005, principalmente como consecuencia de los incrementos de los precios de la energía. Además, contrariamente a lo esperado en los primeros meses de 2005, se fue haciendo patente que el alza de los precios del petróleo sería relativamente prolongada. En consecuencia, aunque las previsiones disponibles en los primeros meses del 2005 apuntaban a un descenso bastante pronunciado de la inflación medida por el IAPC en el 2006, esta valoración cambió sustancialmente durante el curso del año. En el segundo semestre del 2005, parecía probable que la tasa de inflación anual se mantuviera, en promedio, por encima del 2%, incluso en el supuesto de que los incrementos salariales siguieran siendo moderados.

El análisis monetario continuó, por su parte, revelando indicios de la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. El fortalecimiento del crecimiento monetario observado desde mediados del 2004 se intensificó incluso en el tercer trimestre del 2005. Asimismo, la expansión del crédito siguió siendo muy intensa.

En consecuencia, en el segundo semestre del 2005, el Consejo de Gobierno expresó una creciente preocupación respecto a los riesgos al alza para la estabilidad de precios, e hizo hincapié en la necesidad de una máxima vigilancia de la evolución de las expectativas de inflación a largo plazo.

En resumen, entre junio de 2003 y noviembre de 2005 el Consejo de Gobierno mantuvo los tipos de interés sin cambios. Esta política se decidió en un contexto en el que las previsiones de la mayoría de las instituciones apuntaban a una aceleración del crecimiento económico en la zona del euro. Una respuesta automática a estas previsiones habría sugerido iniciar un endurecimiento de la Política Monetaria. Sin embargo, el Consejo de Gobierno tuvo en cuenta la existencia de riesgos para la recuperación económica y decidió mantener los tipos de interés estables. Con perspectiva, se puede afirmar que esta decisión resultó la correcta. Una reacción excesivamente temprana de la Política Monetaria podría haber exigido posteriormente un movimiento en el sentido contrario, arriesgando la reputación de una institución tan joven como el BCE. En paralelo, una comunicación firme, destinada a enfatizar el compromiso permanente del BCE con la estabilidad de precios, permitió mantener ancladas en todo momento las expectativas de inflación. Los mercados consideraron plenamente creíble la actitud de alerta de la institución<sup>11</sup> (TRICHET, 2005a).

Al final de 2005, sin embargo, el Consejo de Gobierno del BCE decidió aumentar los tipos de interés en un contexto en el que durante la segunda mitad de 2005, conforme los datos y los indicadores iban apuntando en la dirección de un reforzamiento de la actividad económica, se iba afianzando asimismo el riesgo de que la tasa de inflación, después de haber aumentado hasta niveles significativamente superiores al 2%, permaneciese por encima o en ese nivel durante 2006 y 2007. La evolución de los agregados monetarios continuaba también indicando riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo, dada la amplia liquidez acumulada en la economía. En estas circunstancias, esperar a nuevos datos que confirmaran de forma fehaciente la recuperación de la actividad económica y la materialización de los riesgos para la estabilidad de precios habría dañado la credibilidad del BCE. En esa ocasión, por tanto, las palabras (alerta) fueron acompañadas de una acción de política (subida de tipos) con el fin de mantener las expectativas de inflación en el medio y largo plazo sólidamente ancladas.

La decisión de diciembre no comprometía una secuencia de aumentos de los tipos de interés, pero sí confirmó la disposición del Consejo de Gobierno del BCE a actuar cuando fuera necesario. Asimismo, tras la decisión, los tipos de interés de la zona del euro permanecían en unos niveles muy bajos en todos los plazos, tanto en términos nominales como reales. Por lo tanto, la Política Monetaria del BCE continuaba ofreciendo un estímulo considerable para la actividad económica y la creación de empleo.

En ese contexto, al comienzo de 2006 se fueron recibiendo indicaciones que confirmaban que la recuperación económica era un hecho. Las previsiones económicas situaban, además, el crecimiento económico en torno a su potencial con los riesgos en el corto plazo equilibrados. Las sucesivas publicaciones de los datos trimestrales de crecimiento de la zona del euro fueron confirmando esta recuperación, que habían anticipado los principales indicadores de la actividad económica. Además, el crecimiento fue adquiriendo un carácter más generalizado y sostenido,

---

<sup>11</sup> TRICHET (2005a).





también gracias al afianzamiento de la demanda interna. De hecho, el crecimiento del segundo trimestre de 2006 fue del 1% intertrimestral, significativamente por encima del observado en los anteriores trimestres, que también fueron revisados al alza.

El fortalecimiento del crecimiento económico se confirmó en la segunda mitad del año. De esta forma, la tasa de crecimiento del 2006 en su conjunto se situó en el 2,9%, el nivel más elevado en seis años y bastante por encima del potencial de la economía del área del euro. Con posterioridad, los datos del primer trimestre del 2007 continuaron avalando un crecimiento vigoroso, aunque algo más moderado. En este contexto, la tasa de desempleo continuó su tendencia a la baja iniciada a mediados de 2005 y a mediados de 2007 descendió al 7%, su nivel más bajo desde 1981.

La información procedente de diversas encuestas de confianza y de estimaciones basadas en indicadores apuntan a la prolongación de la expansión económica a lo largo del 2007 a un ritmo superior al que se esperaba hace un año. Asimismo, las previsiones económicas anticipan una evolución favorable de la actividad en el medio plazo, sustentada en el robusto crecimiento del entorno exterior y la expansión a un ritmo relativamente elevado de la demanda interna, si bien los riesgos para estas perspectivas favorables apunten a la baja, debido principalmente a factores externos.

La inflación, por su parte, continuó situándose por encima del 2% en 2006, como consecuencia, sobre todo, de la evolución de los precios del petróleo, y las sucesivas previsiones disponibles situaron la inflación por encima del 2% en media tanto en 2006 como 2007. Los riesgos para este escenario continuaban situándose, además, al alza debido a la posibilidad de subidas adicionales de los precios del petróleo, la transmisión de dichas subidas a los precios de consumo más acusada de lo previsto, en un contexto de mayor crecimiento, aumentos adicionales de los precios administrados y de los impuestos indirectos y, lo que es más importante, un dinamismo de la evolución de los salarios mayor de lo esperado, debido posiblemente a los efectos de segunda vuelta derivados de los pasados incrementos de los precios del petróleo. A partir de septiembre, sin embargo, el crecimiento del IAPC se redujo por debajo del 2%, debido al significativo descenso registrado por los precios del petróleo. Aún así, la tasa de inflación media se mantuvo en el 2,2% durante el año 2006.

Durante la primera mitad de 2007, la tasa de crecimiento del IAPC se ha estabilizado entre 1,8% y 1,9%. En todo caso, y aunque las perspectivas para los precios de la energía son siempre inciertas, el aumento de la cotización del petróleo en los mercados de futuros sigue haciendo probable que la tasa de inflación se incremente de nuevo durante los últimos meses de este año y los primeros de 2008, de forma que permanecería en torno al 2% de media en 2007 y, probablemente, en 2008.

En cuanto a las variables monetarias, su crecimiento siguió siendo muy intenso, tras una ligera desaceleración al final de 2005, y la tasa de expansión interanual del crédito concedido al sector privado continuó incrementándose alcanzando cifras de dos dígitos, apuntando, de nuevo, la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió entre marzo de 2006 y junio de 2007 siete nuevos incrementos de 25 puntos básicos cada uno, que situaron los tipos de interés en el 4%. Tanto el análisis económico como monetario justificaban esta paulatina retirada de la acomodación monetaria y, de hecho, el Consejo de Gobierno ha señalado repetidamente que, de confirmarse su escenario de referencia, sería necesaria una corrección progresiva del carácter todavía acomodaticio de la Política Monetaria, a fin de evitar que los riesgos para la estabilidad de precios llegasen a materializarse.

En resumen, el Banco Central Europeo ha modificado sus tipos de interés en 23 ocasiones desde enero de 1999 hasta junio de 2007. En el mismo periodo la Reserva Federal casi ha duplicado el número de cambios en los tipos de interés ¿Resulta esto evidencia de diferencias sistemáticas en el grado de activismo de los dos bancos centrales? Aunque sus estrategias de Política Monetaria muestran algunas diferencias, la evidencia empírica disponible muestra que el grado de activismo -esto es, la intensidad con la que responden a distintos tipos de perturbaciones- de los dos bancos centrales es similar. Las diferencias observadas se deben, sobre todo, al tamaño y naturaleza de las perturbaciones a las que se han visto sometidas las dos economías. Este factor habría sido más importante a la hora de explicar las mencionadas diferencias de activismo aparente que el relativo al distinto grado de flexibilidad observado en las dos zonas económicas<sup>12</sup>.

## 4. Una valoración de la estrategia, con nueve años de perspectiva

### 4.1. Estabilidad de precios y anclaje de expectativas

Tras esta breve descripción de la estrategia de Política Monetaria del BCE, es lícito preguntarse si ha tenido éxito en el logro de su objetivo. Si echamos la vista atrás y analizamos la situación desde 1999, la respuesta a esta pregunta es afirmativa. Es cierto que en algunos momentos la tasa de inflación ha superado el 2% como consecuencia de perturbaciones de carácter temporal como, por ejemplo, el fuerte incremento del precio del petróleo. En presencia de este tipo de *shocks*, sin embargo, lo que es importante desde el punto de vista de la Política Monetaria es que la estabilidad de precios se mantenga en el medio plazo, es decir, cuando el *shock* desaparece.

<sup>12</sup> SAHUC y SMETS (2006) y CHRISTIANO, MOTTO y ROSTAGNO (2006).



Un indicador adicional del éxito de la Política Monetaria del Banco Central Europeo es el que proviene de la evolución de los indicadores de expectativas de inflación (Gráfico 6). Éstas pueden ser estimadas, por ejemplo, a partir de las tasas de inflación implícitas obtenidas de los bonos indicados con la inflación y de los bonos nominales convencionales, así como de los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación. Al analizar estos indicadores, debe tenerse en cuenta que la diferencia entre los rendimientos de los bonos nominales y de los bonos comparables indicados lleva incorporada la prima de riesgo requerida por los inversores como remuneración, por la incertidumbre respecto a la inflación que supone la tenencia de bonos nominales a largo plazo. Teniendo esto en cuenta, y observando a distintas medidas de expectativas de inflación a largo plazo en el área del euro disponibles, tales como la *Encuesta del BCE a los expertos en previsión económica* y el denominado *Consensus Forecasts*, se puede concluir que las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido sólidamente ancladas en un nivel consistente con la definición de estabilidad de precios del BCE desde la introducción del euro.

## 4. 2. Predecibilidad de las decisiones

Adicionalmente, el éxito del BCE puede ser juzgado a través del grado de predecibilidad de su Política Monetaria, entendida como capacidad del público para anticipar correctamente las decisiones de Política Monetaria. Diversos estudios económicos confirman que el BCE ha logrado un alto grado de predecibilidad. Los mercados financieros han previsto generalmente bien las decisiones de Política Monetaria del BCE en el corto plazo. Por último, el hecho de que la volatilidad de los mercados haya sido menor en los últimos años corrobora la idea de que la comprensión del marco de Política Monetaria del BCE ha mejorado con el tiempo<sup>13</sup>.

Si analizamos los resultados proporcionados por la literatura en mayor detalle, podemos concluir que entre el 1 enero de 1999 y el 12 de diciembre de 2005, de un total de 120 días en los que se reunió el Consejo de Gobierno, los mercados financieros se vieron sorprendidos -de acuerdo con esta definición- en sólo ocho ocasiones. La mayor sorpresa se produjo el 17 de septiembre de 2001, cuando el BCE redujo los tipos de interés en una reunión no programada para dar respuesta a los excepcionales sucesos del 11 de septiembre de ese año. Las sorpresas se distribuyen más o menos por igual entre los días en que se modificó el tipo de interés oficial y los que no se modificó. A todas las sorpresas producidas en días en que no se modificaron los tipos de interés siguió, un mes después, un cambio en la dirección esperada. Algunas de las sorpresas tuvieron relación con la magnitud de la variación de los tipos de interés oficiales, como ilustra el caso de las sorpresas ocurridas dentro de períodos más largos de gradual endurecimiento o relajación monetaria (a principios de 2002 ó a principios de 2003, respectivamente). Por último, cabe notar que las mayores sorpresas se produjeron dentro de los tres primeros años de

<sup>13</sup> BCE (2006).

la Unión Monetaria, lo que indica que la previsibilidad a corto plazo del BCE podría haber aumentado con el tiempo. Esta evidencia reflejaría el hecho de que los mercados financieros han ido aprendiendo más sobre el marco de Política Monetaria y de comunicación del BCE.

La evidencia también sugiere que la volatilidad de los precios de los futuros sobre bonos a largo plazo aumenta en torno al momento en que el BCE anuncia su Política Monetaria y celebra sus conferencias de prensa, de lo que se deduce que cualquiera de estos eventos contiene información relevante para los mercados de bonos<sup>14</sup>. No obstante, el aumento de la volatilidad es relativamente moderado y de corta duración, lo cual es coherente con la interpretación de que las decisiones del BCE han sido previsibles y su comunicación adecuada.

### 4.3. Eficacia y adaptabilidad del marco operativo

Finalmente, el éxito de la Política Monetaria del Banco Central Europeo puede ser también juzgado en relación con su instrumentación operativa. El BCE ha sido capaz de guiar los tipos de interés y la liquidez de una manera suave que, a través de la estabilización de los tipos del mercado monetario, ha contribuido a una adecuada transmisión de los impulsos de Política Monetaria al conjunto de la economía. Cabe recordar, por ejemplo, que la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo se ha mantenido más baja en el mercado monetario de la zona del euro que la observada, por ejemplo, en Alemania, Italia o España, antes de la introducción del euro. Esto refleja el alto grado de credibilidad alcanzado por el marco operativo del Banco Central Europeo y su habilidad para gestionar la liquidez en la zona del euro.

316

Asimismo, la instrumentación de la Política Monetaria se ha mostrado muy flexible ante los cambios en las condiciones económicas y financieras. En efecto, en los últimos años el BCE ha enfrentado a algunos desafíos a los que su marco operativo ha sido capaz de responder adecuadamente.

En 2001, por ejemplo, el marco operativo fue capaz de superar con éxito las presiones derivadas del ataque terrorista del 11 de septiembre. En ese caso, las operaciones de ajuste fueron un instrumento importante para ayudar a contener la variabilidad de los tipos de interés a un día, proporcionando liquidez de manera inmediata. Otra referencia ilustrativa es enero de 2002, con la introducción física del euro. La incertidumbre generada por este proceso produjo una cierta volatilidad en las condiciones de liquidez junto con tensiones en los tipos de interés a corto plazo. En respuesta, el BCE decidió seguir una política de liquidez abundante en todas sus operaciones semanales de enero de 2002 y se mantuvo en contacto con los mercados de manera permanente. Como resultado, el impacto del canje al euro sobre la volatilidad de los tipos de interés fue relativamente reducido.

<sup>14</sup> Véase BRAND, BUNCIC y TURUNEN (2006).



A diferencia de los casos referidos, de origen exógeno, otros ejemplos de adaptabilidad se pueden asociar a ciertas características específicas del marco operativo. Un primer reto fue integrar la variedad de los activos de garantía admitidos a las entidades de contrapartida. La gran diversidad de estructuras financieras y tradiciones en los distintos países del área del euro hacía esta cuestión especialmente compleja. Sin embargo, la definición de dos listas de activos se mostró efectiva para responder a esa complejidad. Este sistema de dos listas se ha sustituido a partir de la entrada en vigor el 1 de enero de 2007 de la «lista única», reflejo de la evolución de los mercados y, asimismo, del compromiso del BCE con la integración financiera en Europa.

## 5. Retos de política económica en la zona del euro: el papel de la Política Monetaria

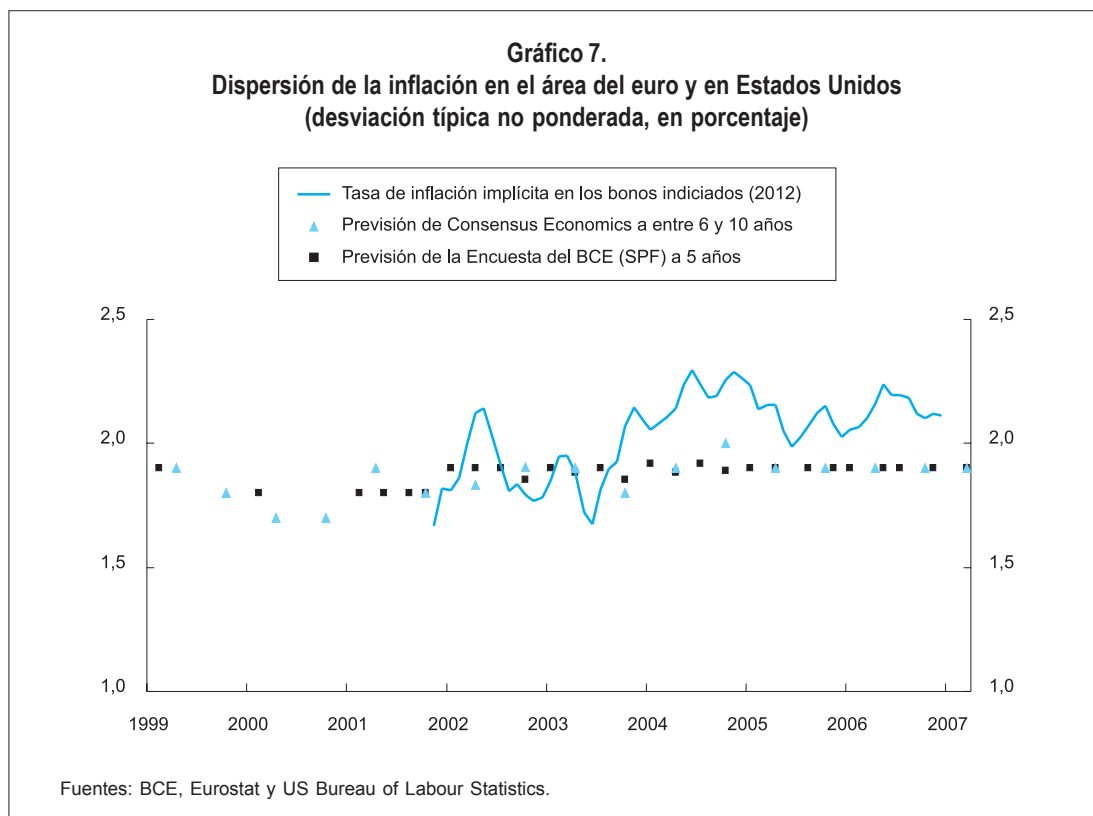
La ejecución de la Política Monetaria se encuentra sujeta a un entorno permanentemente cambiante, lo que le obliga a afrontar retos permanentes. Dos de los más relevantes con los que la economía de la zona del euro se enfrenta en la actualidad son la diversidad económica entre los países que forman la Unión y la dinámica de los precios de los activos.

### 5.1. Diversidad económica en la Unión

En primer lugar, la cuestión de la diversidad dentro de la Unión Monetaria y la forma de responder a ella, o no hacerlo, ha atraído la atención del mundo académico desde bastante antes de la introducción de la moneda única<sup>15</sup>. En este sentido, debe comenzarse por apuntar que, en términos de inflación, la dispersión entre los países de la zona del euro se ha estabilizado en niveles reducidos desde la introducción de la moneda única (Gráfico 7). Con una perspectiva de más largo plazo, el grado de dispersión, medido por la desviación típica sin ponderar entre los países que integran la zona del euro, se caracterizó en la década de los 90 por una acusada tendencia a la baja, hasta fluctuar, desde 1999, en torno a valores muy próximos a los observados en los Estados Unidos.

Los diferenciales de inflación deben verse como una característica normal de toda Unión Monetaria y como un reflejo del mecanismo de ajuste de los precios relativos. A diferencia de lo que ocurre en otras uniones monetarias, estos diferenciales presentan, sin embargo, en la zona del euro una elevada persistencia, lo que, en cierta medida, se debe a los desajustes de las políticas fiscales nacionales, a la evolución inadecuada de los salarios y a ineficiencias estructurales muy arraigadas, que originan rigideces nominales y reales en los mercados de productos y

<sup>15</sup> Véanse los estudios pioneros de MUNDELL (1961).



factores. Afrontar el reto representado por la heterogeneidad requiere, por tanto, asignar un papel importante a las políticas de reforma estructural, a fin de impulsar una mayor movilidad de los factores y la flexibilidad de los salarios.

En cuanto a la Política Monetaria, es obvio que asignar a ésta el papel adicional de abordar directamente la cuestión del equilibrio relativo entre los sectores o las regiones del área monetaria en el proceso de ajuste frente a las perturbaciones sobrecargaría dicha política en detrimento de su objetivo primordial. Una Política Monetaria orientada a la estabilidad de precios en el conjunto del área es la mejor contribución al ajuste correcto de los precios relativos y a la asignación eficiente de los recursos entre los diversos sectores y países de la zona del euro cuando se producen perturbaciones asimétricas. Debe notarse, asimismo, que el objetivo del Banco Central Europeo de mantener la tasa de inflación en un nivel inferior aunque próximo al 2% da cabida a diferenciales normales de inflación entre las regiones, y ofrece al mismo tiempo un margen de seguridad adecuado frente al riesgo de que algunas de éstas se vean obligadas a operar estructuralmente con tasas de inflación negativas.



## 5.2. Dinámica de los precios de los activos

Un segundo reto surge como consecuencia de la posible aparición de burbujas en el precio de los activos. Episodios históricos han puesto de manifiesto que estas burbujas pueden evolucionar con rapidez y que su estallido puede tener un coste muy elevado para la economía.<sup>16</sup> Además, resultan difíciles de identificar en tiempo real y, por ello, a menudo sólo se identifican *ex post*.

El debate entre los representantes del mundo académico sugiere que es posible reaccionar ante las burbujas de precios de activos de varias formas<sup>17</sup>. Incluso en los casos poco frecuentes en los que el Banco Central puede afirmar que se enfrenta a una variación inusual y, posiblemente, desestabilizadora de los precios de los activos, su reacción no puede ser automática, sino que requiere una reflexión detenida.

En este sentido, el Banco Central Europeo no establece como objetivo el precio de los activos. Sin embargo, sí lleva a cabo un atento seguimiento de sus fluctuaciones con el fin de mantener la estabilidad de los precios de consumo en horizontes temporales más dilatados. A este respecto, el destacado papel que desempeñan el dinero y el crédito en la estrategia del BCE pueden ayudarle a valorar la evolución de los precios de los activos, los riesgos para la estabilidad financiera y de precios en un futuro más lejano y, en consecuencia, la influencia que esta evolución pueda tener en las decisiones de Política Monetaria.

## 6. Conclusiones

Los primeros nueve años de Política Monetaria única del Banco Central Europeo, basada en una definición cuantitativa de estabilidad de precios y en el análisis económico y monetario, han reivindicado la elección de la estrategia. Esta estrategia ha sido esencial a la hora de garantizar el elevado nivel de credibilidad del Banco Central Europeo y de su Política Monetaria. Una Política Monetaria que ha permitido estabilizar la inflación en la zona del euro y anclar firmemente las expectativas de inflación en un nivel compatible con la estabilidad de precios, incluso en circunstancias difíciles. Se trata de un logro que no debe menospreciarse, dada la ausencia de historial de credibilidad con la que contaba el Banco Central Europeo. Continuar concentrándose en su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios en un entorno incierto y cambiante es, sin duda, la mejor contribución del Banco Central Europeo a la prosperidad económica y a la creación de empleo en Europa.

<sup>16</sup> Véanse TRICHET (2005b); DETKEN y SMETS (2004) y BORIO y LOWE (2002).

<sup>17</sup> Véase también BCE (2005a).

## Bibliografía

- ALESINA, A. y SUMMERS, L. H. (1993): «Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence»; en *Journal of Money, Credit, and Banking* (25); pp. 151-162.
- BCE (2001): «Medidas de la inflación subyacente en la zona del euro»; en *Boletín Mensual del BCE* (julio); pp. 53-63.
- BCE (2003): «Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de Política Monetaria»; en *Boletín Mensual del BCE* (2003); pp. 83-97.
- BCE (2004): *La Política Monetaria del BCE*. Frankfurt.
- BCE (2005a): «Burbujas del precio de los activos y Política Monetaria»; en *Boletín Mensual del BCE* (abril); pp. 51-65.
- BCE (2005b): «La Política Monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea»; en *Boletín Mensual del BCE* (mayo); pp. 63-80.
- BCE (2006): «Previsibilidad de la Política Monetaria del BCE»; en *Boletín Mensual del BCE* (enero); pp. 57-67.
- BLINDER, A. (1999): «Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?». Cambridge, NBER Working Paper (7.161).
- BORIO, C. y LOWE, P. (2002): *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*. Basilea, BIS Working Papers (114).
- BRAND, C.; BUNCIC, D. y TURUNEN, J. (2006): *The impact of ECB monetary policy decisions and communication on the yield curve*. Frankfurt, ECB Working Paper (657).
- CHRISTIANO, L.; MOTTO, R. y ROSTAGNO, M. (2006): «Shocks, Structures or Policies? A Comparison of the Euro Area and the US»; en *Journal of Economic Dynamics and Control*.
- COENEN, G. (2003): «Zero lower bound: Is it a problem in the euro area?»; en ISSING, O., ed.: *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy*. Frankfurt; pp. 139-156.
- CUKIERMAN, A. (1992): *Central Bank Strategies, Credibility, and Independence*. Cambridge, MIT Press.





- DETKEN, C. y F. SMETS (2004): *Asset price booms and monetary policy*. Frankfurt, ECB Working Paper (364).
- DUISENBERG, W. (2001): *The ECB's Monetary Policy strategy and the quantitative definition of price stability*; carta de W. F. Duisenberg, Presidente del BCE, al Presidente de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios; 13 de diciembre de 2001.
- GARCIA HERRERO, A.; GASPAR, V.; HOOGDUIJN, L.; MORGAN, J. y WINKLER, B., eds. (2001): *Why price stability?*. Frankfurt, First ECB Central Banking Conference.
- KLAEFFLING, M. y LÓPEZ PÉREZ, V. (2003): «Inflation targets and the liquidity trap»; en ISSING, O., ed.: *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy*. Frankfurt; pp. 157-186.
- MUNDELL, R. (1961): «A Theory of Optimum Currency Areas»; en *American Economic Review* (51); pp. 657-665.
- POSEN, A. (1993): «Why central bank independence does not cause low inflation. There is no institutional fix for politics»; en O'BRIEN, R., ed.: *Finance and the International Economy 7*. Oxford, Oxford University Press.
- SAHUC, J. G. y SMETS, F. (2006): «Differences in interest rate policy at the ECB and the Fed: an investigation with a medium-scale DSGE model», *Journal of Money, Credit, and Banking* (forthcoming).
- TRICHET, J. C. (2005a): «Monetary Policy and 'Credible Alertness'», intervention en el Panel «Monetary Policy Strategies: A Central Bank Panel», dentro del Simposio organizado por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City (agosto de 2005). Wyoming, Jackson Hole.
- TRICHET, J. C. (2005b): «Asset price bubbles and monetary policy», Mas lecture, Singapur.
- WYNNE, M. y RODRÍGUEZ PALENZUELA, D. (2002): *Measurement bias in the HICP: what do we know and what do we need to know?* Frankfurt, ECB working paper (131).