

# La política monetaria del Banco Central Europeo. Diez años de aciertos y errores

Mikel Larreina Díaz  
Universidad de Deusto

**Sumario:** 1. Introducción.—2. El Banco Central Europeo: Historia, misión y objetivos.—3. El control de los precios, un objetivo socioeconómico deseable.—4. Diez años de éxitos en la política monetaria única.—5. Diez años de errores en la política monetaria única.—6. Conclusiones.

---

**Resumen:** Tras diez años de política monetaria común, la contribución del BCE al desarrollo socioeconómico de la zona euro ha sido netamente positiva, con baja inflación, convergencia de precios, fortalecimiento de la moneda e integración de los mercados financieros, entre otros aspectos beneficiosos. Sin embargo, su actuación no ha estado exenta de errores y críticas; a este respecto, en este artículo se diferencia entre fallos en su política como la excesiva fijación en la no indexación de los salarios, y las críticas que recibe por sus objetivos, o por su reacción frente a la crisis.

**Palabras clave:** *Banco Central Europeo, inflación, política monetaria.*

**Abstract:** *Since the launch of the common currency more than ten years ago, the contribution of the ECB has been positive for the social and economic development of the euro area: low inflation, convergence of prices, strengthening of the currency, and integration of most financial markets, among other advantages. Nevertheless, this institution has received criticism and some of its decisions can be considered as errors; in this paper a distinction will be made between some mistakes in its policies (for instance, the excessive argumentation against indexation in wage-formation while greedy price-setting by some corporations and wealthy individuals has been consistently missed) and some criticism that has arisen from its objectives or its supposedly too late reaction to the present crisis.*

**Keywords:** *European Central Bank, inflation, monetary policy.*

---

## 1. Introducción

Durante el primer semestre de 2009, el Banco Central Europeo (BCE) no sólo ha festejado los diez años de política monetaria única en la zona del euro, sino que ha sido acusado en repetidas ocasiones de dos tremen-

dos errores: en primer lugar, actuar a remolque de las decisiones de otros Bancos Centrales (específicamente, la Reserva Federal norteamericana y el Banco de Inglaterra); y en segundo lugar, de actuar de forma acomplejada y temerosa, lo que habría agravado las consecuencias de la crisis financiera, ayudando a convertirla en una crisis económica potencialmente tan dañina como la Gran Depresión. «*Too little, too late*» ha sido un comentario recurrente en la prensa económica anglosajona<sup>1</sup>, que ha encontrado el argumento para saldar cuentas con el Banco Central Europeo, cuya misma existencia juzgaron en su momento imposible, y cuyo fracaso habían pronosticado en diversas ocasiones. Estas críticas se han unido a otras que, desde prácticamente el inicio de la política monetaria única, también juzgan muy críticamente al BCE, pero en esta ocasión no tanto por la idoneidad técnica de sus decisiones sino por su misma finalidad: políticos de izquierda de la Unión Europea han protestado casi desde 2000 por lo que han denominado «*obsesión por la inflación*», reprochando que el consejo de gobierno del BCE no tomase las medidas oportunas para favorecer el crecimiento económico y colaborar en la creación de empleo<sup>2</sup>.

En este artículo se defiende que la contribución del BCE al desarrollo socioeconómico de la zona euro ha sido netamente positiva. Efectivamente, el BCE ha cometido errores en su década de funcionamiento (1999-inicios de 2009); sin embargo, intentaré justificar que el efecto económico positivo de los aciertos supera con creces al efecto negativo de los errores. Simultáneamente, analizaré ambos tipos de acusaciones, intentando brevemente desmontar algunos de los argumentos utilizados. Por un lado, mostraré que las equivocaciones en la gestión de la crisis financiera iniciada en el verano-otoño de 2007 no han sido exclusivas de este banco, ni siquiera, en mi opinión, han sido más graves que los cometidos por otros bancos centrales. De la misma manera, es discutible que la política monetaria tenga como único objetivo el control de los precios; sin embargo, como veremos a continuación, este es el objetivo que los europeos hemos fijado al BCE, al que hemos

---

<sup>1</sup> El economista jefe del BCE Otmar Issing se refería a estos comentarios en 2006 (ISSING, 2006). Ejemplos de estos comentarios espaciados en el tiempo los podemos encontrar en el *Telegraph* (6 de noviembre de 2008), en *The Times* (6 de junio de 2003 y 8 de marzo de 2004), en el *Financial Times* (3 de julio de 2008); y también en los progresistas y no euroescépticos *The New York Times* (26 de mayo de 2003) y *The Guardian* (12 de noviembre de 2001). Aunque mucho menos frecuentes, también se han publicado en estos medios artículos que defendían la labor del BCE (como en un reciente artículo publicado en el *Financial Times*, el 7 de mayo de 2009).

<sup>2</sup> Por ejemplo, el primer ministro francés Lionel Jospin y el canciller alemán Gerhard Schroeder abogaron por un pacto europeo por el empleo que equilibrase el Pacto de Estabilidad; más recientemente, la candidata a la presidencia de la república francesa Ségolène Royal pidió en 2007 revisar el mandato del BCE.

otorgado la exclusividad en el diseño, toma de decisiones, y ejecución de la política monetaria. Siguiendo los mecanismos establecidos, los europeos podremos cambiar los objetivos de la política monetaria, podremos incluso modificar quién debe encargarse de tomar estas decisiones; sin embargo, no parece objetivamente justificable acusar al BCE de cumplir con su mandato.

La estructura de este artículo es la siguiente: en primer lugar, se esboza brevemente la historia del BCE, así como su misión y objetivos. En el segundo apartado, se explica cómo funciona el BCE. A continuación, en el tercer apartado, se justifica la necesidad de controlar la evolución de los precios. En el cuarto apartado se presentan los principales logros de la política monetaria única, mientras que en el quinto apartado se analizan sus principales errores. Por último, se presentan las conclusiones.

## 2. El Banco Central Europeo: Historia, misión y objetivos

El Tratado de la Unión Europea atribuye al Banco Central Europeo las funciones de diseño y ejecución de la política monetaria de los países que conforman el área del euro, en mayo de 2009 dieciséis países<sup>3</sup>. Desde el uno de enero de 1999, el BCE tiene un rol central en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), en el que se incluyen también los bancos centrales nacionales de los Estados pertenecientes a la Unión Económica y Monetaria (UEM, que no mantienen capacidad decisoria individual en lo que respecta a la política monetaria; y los bancos centrales de los once países que no pertenecen a la zona euro, los cuales sí conservan una política monetaria propia<sup>4</sup>. A excepción de dos Estados miembros (Reino Unido y Dinamarca), los restantes países que no aún han adoptado la moneda única, lo harán de forma automática cuando cumplan con los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht<sup>5</sup>. Estos requisitos fueron establecidos

---

<sup>3</sup> Once países adoptaron el euro como moneda común al iniciarse 1999: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo y Portugal. Grecia se incorporó a la zona euro en 2002, mientras que Eslovenia fue en 2007 el primer país de la ampliación al centro y este de Europa que se unió a la moneda única. En 2008 se incorporaron al euro Malta y Chipre. Finalmente, en 2009 se ha unido al euro un segundo país ex-comunista, Eslovaquia. Estos dieciséis países son los que conforman la Unión Económica y Monetaria europea.

<sup>4</sup> En algunos casos, como por ejemplo Suecia, en los que la moneda propia está fuertemente ligada al euro, la política monetaria efectiva no es demasiado diferente de la del Banco Central Europeo.

<sup>5</sup> Estos requisitos son de dos tipos, legales y económicos. En cuanto a los primeros, se exige que el Banco Central sea independiente y el agente único de la política monetaria. En cuanto a los segundos, se refieren a los niveles máximos de deuda pública y de déficit admitidos; a la no devaluación de la moneda del país candidato frente al euro en los dos años pre-

con el propósito de que los países que se incorporen a la zona del euro tengan una coyuntura económica similar a la del conjunto de la eurozona, con lo que la política monetaria única pueda servir sus intereses individuales.

La política monetaria única no ha sido un objetivo nuevo, que haya sido explicitado tras los éxitos de la construcción europea, sino que está presente casi desde el inicio del proceso de construcción europea, aunque diversas circunstancias hayan postergado su puesta en marcha hasta los años noventa. En este sentido, ya en 1962 se dieron los primeros movimientos hacia una Unión Monetaria en el seno de las Comunidades Europeas, y en el año 1964 se institucionalizó la cooperación entre Bancos Centrales (Scheller, 2006). Posteriormente, el informe Werner de 1970, que proponía alcanzar una moneda única en 1980, y la serpiente monetaria europea, mecanismo dirigido a reducir las fluctuaciones del tipo de cambio entre las monedas europeas, fueron dos importantes precedentes del euro que se vieron aparcadas debido a las crisis que golpearon las economías de los países miembros en los años setenta. Finalmente, en 1989 el Consejo Europeo acuerda establecer una unión económica y monetaria siguiendo el plan de tres etapas propuesto el año anterior en el informe Delors. En 1992 se firma el Tratado de Maastricht, en el que se explicitan los requisitos para acceder a la moneda única y se constituye un Instituto Monetario Europeo que funcionaría como germen del Banco Central Europeo, cuyo establecimiento debía esperar al inicio de la tercera fase de la UEM, cuyo inicio fue acordado en 1995 que debía producirse *«lo antes posible en 1998»*. De esta manera tanto el BCE como el SEBC fueron creados inmediatamente después de la decisión sobre el paso a la tercera fase de la UEM, el 1 de junio de 1998.

El actual Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea recoge cuál es el objetivo principal del SEBC, al que se le otorgan todos los poderes decisorios y ejecutorios sobre la política monetaria: *«El objetivo principal del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad con el fin de contribuir a la realización de los objetivos comunitarios establecidos en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea. El SEBC actuará con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos financieros.»* (artículo 127 del TFUE).

Queda claro, entonces, que al Banco Central Europeo, así como a los demás bancos centrales que mantienen una política monetaria propia (los de los Estados miembros que aún no se han incorporado al área del euro) se le

---

vios; y a los valores del tipo de interés a largo plazo y de la inflación comparados con los tres países del área del euro con mejores comportamientos en la evolución del índice de precios.

ha impuesto un objetivo nítido sin margen para la interpretación<sup>6</sup>: mantener la estabilidad de precios, definida por el Consejo de Gobierno del BCE en 1998 como una inflación general cercana al 2% y ligeramente inferior a este valor, obtenida en el medio plazo. Tan sólo una vez que se haya alcanzado este objetivo, el BCE puede tomar decisiones de política monetaria con otros objetivos, concretamente los que están tasados en el actual artículo 3 del Tratado de la Unión Europea: «[...] *La Unión establecerá un mercado interior. Obrará en pro del desarrollo sostenible de Europa basado en un crecimiento económico equilibrado y en la estabilidad de los precios, en una economía social de mercado altamente competitiva, tendente al pleno empleo y al progreso social, y en un nivel elevado de protección y mejora de la calidad del medio ambiente. Asimismo, promoverá el progreso científico y técnico.* [...]».

Para lograr su objetivo principal (una inflación ligeramente inferior al 2%) y su objetivo secundario (colaborar con las políticas económicas de la Unión Europea), al BCE se le ha dotado con una serie de funciones, la principal de las cuáles es la exclusividad en la definición y ejecución de la política monetaria única, con total independencia de los otros órganos comunitarios y de los propios Estados miembros. Junto a esta función primordial, también se le atribuye capacidad para otras actividades: realizar operaciones en divisas; gestionar las reservas oficiales de los Estados miembros; promover el buen funcionamiento de los sistemas de pagos; y colaborar en la supervisión prudencial de las entidades de crédito y en la estabilidad del sistema financiero, función que podría llegar a asumir si lo decidiera el Consejo Europeo por unanimidad.

El Consejo de Gobierno del BCE, el órgano encargado de tomar las decisiones de política monetaria, intenta ser predecible en sus decisiones, y suficientemente transparente en la justificación de las mismas. Taylor (1993) ya apostaba por la existencia de ciertas reglas de actuación en política monetaria, siempre que no se aplicasen de forma mecánica, sino de forma flexible.

La información relevante para la toma de decisiones de política monetaria del BCE sigue la estructura de «dos pilares»: la primera perspectiva, el análisis macroeconómico, se centra en la evolución del crecimiento eco-

---

<sup>6</sup> Compárese con el objetivo de la Reserva Federal norteamericana, que tiene como meta el pleno empleo, la estabilidad de los precios y tipos de interés a largo plazo moderados, en ese orden: «*The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.*» Federal Reserve Act, section 2.

nómico y de la propia inflación. La segunda perspectiva, el análisis monetario, analiza las causas de la evolución de un agregado monetario amplio, M3. Aunque el BCE no se centra en un único modelo, y utiliza la información procedente de ambas fuentes para ponderar las distintas decisiones que puede adoptar, seguramente la teoría cuantitativa del dinero sea una buena base para interpretar la política monetaria.

### 3. El control de los precios, un objetivo socioeconómico deseable

Una pregunta lógica que se plantea cualquier no especialista al conocer que existe una institución independiente, no elegida directamente por los ciudadanos, que está encargada en exclusiva de una política económica y a la que se le ha encargado un objetivo muy concreto, es *¿qué tiene de especial la inflación?, ¿por qué no se actúa de la misma manera que con otras variables económicas?*

No hace falta retrotraerse hasta la época de entreguerras y recordar la hiperinflación experimentada durante la república de Weimar alemana, para encontrar sentido a que se considere que el descontrol de los precios es extremadamente preocupante para la economía. Dos ejemplos recientes pueden resultar ilustrativos: la hiperinflación que ha sufrido Zimbabwe y el fenómeno deflacionario ocurrido en Japón.

Durante la década de los ochenta, el comportamiento de los precios en Zimbabwe fue similar al de Sudáfrica, con una inflación alta que oscilaba entre el 10% y el 20% anual. En la década de los noventa, ambos países empiezan a mostrar divergencias en su inflación: así, mientras Sudáfrica comparte una tendencia global hacia la moderación de los precios, especialmente a partir de su proceso democratizador a mitad de la década, su vecino del norte comienza a sufrir cada vez mayor inflación, al mismo tiempo que sus valores son muy volátiles, variando entre el 16% y el 55% anual. A partir de 2000 la inflación en Zimbabwe se desboca, alcanzando recientemente valores superiores al 100.000%. En enero de 2009 el banco central de Zimbabwe emitió un nuevo billete de 10 billones (un uno seguido de trece ceros) dólares zimbabwenses. Entre los efectos provocados por la crisis económica podemos señalar la emigración masiva, el abandono del trabajo por trabajadores a quienes el transporte de vuelta a casa por la tarde les costaba más que lo que habían ganado durante el día, el retorno a la economía de trueque para ciertos servicios y productos básicos, y la expansión de una virulenta epidemia de cólera.

Por su parte, Japón disfrutó de una época de gran crecimiento hasta mediados de los noventa, en la que parecía que podría llegar a disputar la primacía económica mundial a los Estados Unidos. El estallido de la bur-

buja inmobiliaria nipona, unido a problemas demográficos que auguraban un menor crecimiento futuro y a las carencias estructurales del sistema financiero, hicieron que la demanda interna se desplomase, obligando a una agresiva política monetaria que bajó los tipos de interés a corto plazo hasta 0.5% en 1995 y prácticamente el cero por ciento en 1999. La caída brusca del tipo de interés agotó rápidamente el recorrido de esta política, e introdujo a Japón en la conocida «*trampa de liquidez*» en la que pese a los tipos de interés cercanos a cero, la demanda agregada es muy inferior a la capacidad productiva. La tardía apuesta en Japón por el gasto público se produjo cuando ya la economía japonesa se enfrentaba a algunos trimestres con bajada del nivel de precios. De hecho, desde 1992 hasta 2008 la inflación japonesa ha estado por debajo del 2%, incluyendo un largo período deflacionario. Ni la adopción de una agresiva política monetaria con medidas no estándar, ni el incremento del gasto público han evitado que durante largos períodos el nivel de precios haya caído en Japón, y tampoco han logrado restablecer la confianza interna. Los únicos períodos en los que la economía japonesa se ha mostrado algo más dinámica se han debido a la demanda exterior que impulsó las exportaciones del país.

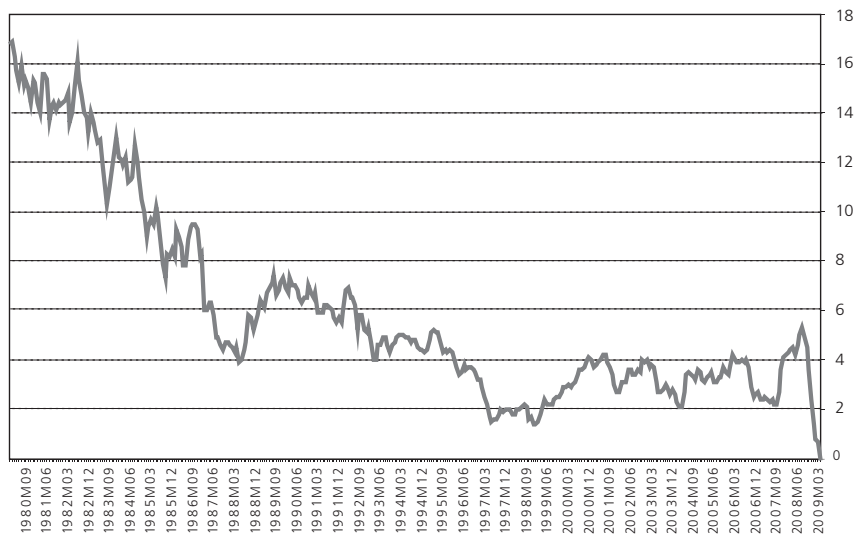
Por lo tanto, dos experiencias recientes nos enseñan que tanto tener una inflación muy baja como tener una inflación muy alta pueden ser extremadamente perjudiciales para la economía de un determinado país. Por ello se ha acordado que el BCE se encargue de manera prioritaria de anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos, porque se entiende que este es un paso previo necesario para lograr el pleno empleo y el crecimiento económico.

#### 4. Diez años de éxitos en la política monetaria única

Tras diez años de política monetaria única, podemos señalar una serie de logros de la política monetaria única. En primer lugar, como es lógico, debemos preguntarnos si el Banco Central Europeo ha logrado conseguir su cometido. La respuesta, hasta el momento, es que sí: ha logrado reducir la inflación en la zona del euro con respecto al período previo y mantener en valores cercanos al objetivo de inflación propuesto por el Consejo de Gobierno del BCE; de hecho, hasta diciembre de 2008 el promedio de inflación en la zona euro ha sido del 2.19%, mientras que en los diez años anteriores superó el 2.6%. En este sentido, aunque exista una percepción generalizada entre la ciudadanía de la zona euro de que la conversión de las monedas previas al euro produjo un incremento de precios, las evidencias sólo demuestran un incremento de los precios por esta causa menor al 0,3% en 2002, el año de la desaparición física de las monedas originales (Tri-

chet, 2009). Esta reducción de la inflación ha sido más significativa en países como España, que tenían un pobre historial previo de control de la inflación; precisamente la reducción de la inflación española se puede observar en el gráfico 1. Además, este control de la inflación ha sido simultáneo al crecimiento del empleo: más de 16 millones de nuevos empleos en la zona del euro han sido creados desde el 1 de enero de 1999, varios millones más que los creados por esos Estados en las dos décadas previas. Es decir, el control de los precios ha venido acompañado de un incremento del empleo; aventurar que el empleo podría haber crecido más si se hubiera seguido otra política monetaria diferente es, sin duda, muy discutible.

Otro mérito importante del Banco Central Europeo ha sido que las expectativas sobre la inflación futura hayan quedado ancladas en el entorno del 2%, aunque puntualmente la inflación haya podido estar por encima o por debajo de este valor. Este anclaje es visible, por ejemplo, en los bajos tipos de interés que tiene la deuda pública a muy largo plazo (treinta o incluso cincuenta años) de los Estados de la zona euro (Trichet, 2009). Beechy, Johannsen y Levin (2007) llegan a la conclusión de que el anclaje de las expectativas de inflación es mayor en la zona euro que en Estados Unidos. Tumpel-Gugerell (2008) muestra que la volatilidad de la inflación ha



Fuente: Banco de España.

### Gráfico 1

Evolución de la inflación anual (%) en España, 1980-2009

sido menor en la zona euro que en otras zonas monetarias desarrolladas durante el período de vida de la moneda única, lo que ha reducido el riesgo que representan comportamientos erráticos de la inflación para los agentes económicos, que pueden tomar mejores decisiones en un entorno en el que la inflación futura es muy probable que esté controlada.

Los diferenciales de inflación entre los países de la zona del euro también se han visto reducidos: durante los más de diez años de política monetaria común la dispersión de la inflación ha disminuido de forma notable comparada con el período previo al lanzamiento del euro, habiéndose estabilizado a partir de 1998 en valores muy bajos. De hecho, en la actualidad la variabilidad de la inflación entre Estados miembros de la unión económica y monetaria es similar a la observada entre regiones metropolitanas de Estados Unidos<sup>7</sup> (BCE, 2008). Naturalmente, el hecho de que la inflación pueda ser ligeramente diferente no es negativo en sí mismo: puede deberse a la necesidad de efectuar ajustes diferentes para alcanzar el equilibrio o al propio proceso de convergencia de los niveles de precios; sin embargo, si esta diferencia en la inflación se debe a una excesiva rigidez estructural y su duración es prolongada, podría generar pérdidas de competitividad para el país que la sufra, con consecuencias adversas en términos de producción y de creación de empleo.

Un elemento adicional de gran interés ha sido la convergencia de precios en los distintos países de la zona euro (Allington, Kattuman y Walkman, 2005), especialmente en aquellos bienes en los que el consumidor tiene la posibilidad de escoger dónde comprarlos. Relacionado con este efecto positivo, debemos señalar también el incremento del comercio interior a la zona del euro. Este incremento, significativamente superior al ocurrido con respecto a los países europeos que no han adoptado aún la moneda única, supera al efecto de la eliminación del riesgo de tipo de cambio: Rose (2000) afirmaba que podía haber un efecto de eliminación de barreras para pequeñas y medianas empresas, que previamente no exportaban por las complejidades y riesgos que lleva aparejados el comercio internacional, y que al realizarse ahora este comercio con una única moneda, les resulta más accesible.

Otro aspecto exitoso, que convierte además la zona euro en un caso único desde el punto de vista de la política monetaria, es que los Estados miembros han pasado de ser once en 1999 a dieciséis en 2009, lo que ha supuesto que la población afectada se incremente en aproximadamente un

---

<sup>7</sup> Para efectuar esta comparación, el BCE toma como referencia las catorce áreas metropolitanas principales de Estados Unidos. Desde 2004, la dispersión de la inflación entre estas zonas estadísticas fluctúa en el mismo nivel que la dispersión de la inflación entre los Estados miembros de la zona euro en 2001 (los once iniciales más Grecia).

10% hasta los 330 millones de ciudadanos. Ninguna otra área monetaria sufre estas variaciones por incrementarse sus límites territoriales, y con ellos la población y la economía a las que el Banco Central correspondiente debe servir.

Aunque no sea resultado directo de las decisiones del Banco Central Europeo, sino más bien consecuencia de la propia existencia de la moneda única, podemos señalar que el euro también ha reforzado de forma notable la unión económica europea. El uso de una única moneda ha promovido la inversión directa extranjera entre los Estados miembros de la zona del euro, especialmente a través de operaciones de fusión y adquisición de empresas. Petroulas (2007) y Schiavo (2007) coinciden en que la moneda única favorece la inversión directa cruzada entre los países miembros de la unión monetaria, más allá del efecto positivo esperable por pertenecer al mercado único de la Unión Europea. Al mismo tiempo, ha aumentado el porcentaje de las operaciones de comercio exterior denominadas en euros con respecto a las denominadas en las monedas previas, reduciendo de esta manera el riesgo de tipo de cambio para los agentes económicos europeos y transfiriendo este riesgo a sus contrapartidas externas a la zona del euro.

También la composición de las carteras de inversión ha experimentado cambios notables tras la adopción del euro. Así, se ha producido una importante redistribución de cartera entre los países, tanto a escala mundial como entre los países miembros de la zona del euro. Por ejemplo, desde el inicio de la moneda única hasta 2006 los activos de cartera emitidos por entidades de otros Estados miembros de la zona del euro han pasado de representar como promedio un 12% de la cartera internacional de renta variable de un país cualquiera de la zona del euro a representar un 28% de esta cartera internacional (BCE, 2008). En el caso de la renta fija, el salto es aún más acusado: desde un escaso 11% se ha llegado a alcanzar un 57% (BCE, 2008). También los residentes en otras áreas geográficas, especialmente los países europeos que no se han incorporado a la moneda única, han incrementado

La propia actividad de los mercados financieros se ha visto afectada por el uso del euro. En este sentido, el ejemplo habitual de la bolsa Euronext (resultado de la fusión de las bolsas de París, Bruselas y Ámsterdam en un primer momento, a las que luego se unió Lisboa) debe ser utilizado con ciertas reservas. En primer lugar, porque Euronext absorbió también el mercado de derivados londinense *LIFFE* y ha acabado fusionándose con la bolsa neoyorquina *NYSE*. En segundo lugar, porque fusiones de bolsas se han producido en Europa fuera del ámbito del euro como es el grupo de bolsas escandinavas y bálticas *OM*, o a caballo entre la zona euro y otros países europeos, como en la fusión entre la bolsa italiana y la de Londres. Y, finalmente, porque aunque solo nos hayamos referido al éxito logrado por *NYSE*, bolsas de fuera de Europa han protagonizado diversos intentos

por fusionarse o adquirir mercados de valores europeos. Es mucho más interesante el fin que ha tenido el contrato español de futuros sobre el tipo de interés a largo plazo, el famoso bono notional a 10 años negociado en el mercado *MEFF*. Al igual que ha ocurrido en otros mercados derivados europeos, este contrato desapareció a efectos prácticos de la negociación a raíz de la entrada en la moneda única, cuando los inversores se dirigieron en masa hacia el mercado germano-helvético *Eurex* en el que se negociaba un contrato similar sobre el Eurobund alemán, mucho más líquido. Este futuro sobre la deuda pública alemana ha experimentado una situación de «*the winner takes all*», acumulando prácticamente toda la negociación en un mercado organizado de derivados sobre el futuro del tipo de interés en euros a largo plazo. Evidentemente, a este resultado ha contribuido no sólo la llegada de la moneda única, sino de manera especial los bajísimos diferenciales de prima de riesgo entre la deuda pública de los países de la zona euro hasta fecha bien reciente.

En este sentido, la existencia del euro ha favorecido la integración de algunos mercados financieros, como el mercado monetario o la deuda pública<sup>8</sup>, en los que los rendimientos han convergido y se deben a factores comunes al conjunto de la zona del euro; y permitirá en el medio plazo establecer los mecanismos de vigilancia e intervención necesarios para controlar a nivel europeo el sistema financiero.

Otro efecto positivo de la existencia de la moneda común europea, especialmente para aquellos Estados miembros cuyas monedas no tenían un peso internacional relevante<sup>9</sup>, es el papel internacional que ha logrado el euro. Como ejemplo podemos fijarnos en las reservas oficiales mundiales que representaban las once monedas a las que sustituyó: a finales de 1998, aproximadamente un 18% del total. En la actualidad, este porcentaje oscila alrededor del 25%. Del mismo modo, los inversores europeos se pueden beneficiar de que emisores de todo el mundo (especialmente de las regiones más próximas a la zona del euro geográfica o económicamente) emiten deuda u otros activos financieros denominados en euros, con lo que los inversores europeos eliminan en parte el riesgo de tipo de cambio en sus inversiones. En cuanto a qué países tienen una política cambiaria determinada con respecto al euro, son principalmente países del entorno geográfico de la zona euro.

---

<sup>8</sup> Seguramente la banca minorista sea el segmento del mercado financiero que avanza más lentamente en el proceso de integración (BCE, 2008). En el otro extremo se sitúa el mercado interbancario, que desde el mismo inicio de la política monetaria común ha experimentado una convergencia total de los tipos de interés, reduciendo la variabilidad de estos tipos a apenas un punto básico.

<sup>9</sup> Todos los Estados miembros excepto Alemania y Francia: tan sólo el franco francés y el marco alemán desempeñaban un rol internacional relevante.

Para terminar con esta revisión de los éxitos de diez años de política monetaria única, debemos referirnos brevemente a la crisis financiera y económica que estalló en 2007 y que a mediados de 2009 parece estar en su punto más profundo. El euro ha servido, especialmente para los países más vulnerables, como un escudo protector ante las turbulencias financieras. No hace falta recordar las presiones sobre el tipo de cambio que vivieron diferentes monedas europeas a principios de los noventa, y que provocaron, por ejemplo, cuatro devaluaciones sucesivas de la peseta frente al marco alemán: los cambios en la competitividad de las empresas fueron extremadamente importantes. El hundimiento de la economía islandesa, con un incremento muy significativo del valor en coronas islandesas de las deudas familiares y corporativas que se habían adquirido en una cesta de monedas extranjeras; o incluso los serios problemas que ha padecido el Reino Unido, con una depreciación muy significativa de su moneda, nos ilustran de qué hubiera podido suceder en algunos Estados miembros de la zona del euro si no contaran con este sólido soporte que es la moneda común. El euro ha sido especialmente útil para aquellos países que han debido recurrir de manera importante a financiación exterior (España, Italia o Grecia, por ejemplo); el hecho de haber obtenido esos capitales externos a través de títulos denominados en euros les ha dotado de una posición más sólida que si hubieran debido financiarse en otras monedas. Algunos países del Este de Europa también ejemplifican la vulnerabilidad de las monedas pequeñas en períodos de turbulencias financieras.

Una última cuestión no desdeñable es que la pertenencia a la zona del euro ha reducido notablemente las posibilidades de que un determinado gobierno tome decisiones irresponsables en materia de política económica. Las restricciones que la Unión Económica y Monetaria impone a los Estados miembros limita la capacidad de que un determinado gobierno, especialmente en aquellos países sometidos a una menor fiscalización social de la política económica, pueda tomar decisiones no sostenibles, eliminando o al menos reduciendo de forma muy significativa el «riesgo político» de invertir en países pequeños de la zona euro.

## 5. Diez años de errores en la política monetaria única

Ya hemos señalado que una crítica muy común a la actuación del Banco Central Europeo, especialmente desde los gobernantes y políticos de izquierda del continente (Schroeder, Royal, Rodríguez Zapatero) aunque no sólo procedente de ellos (Sarkozy, Merkel, Berlusconi), es lo que se etiqueta como «obsesión» de la institución por el control de la inflación, acusándose al BCE de relegar al olvido otros objetivos económicos como el empleo o el

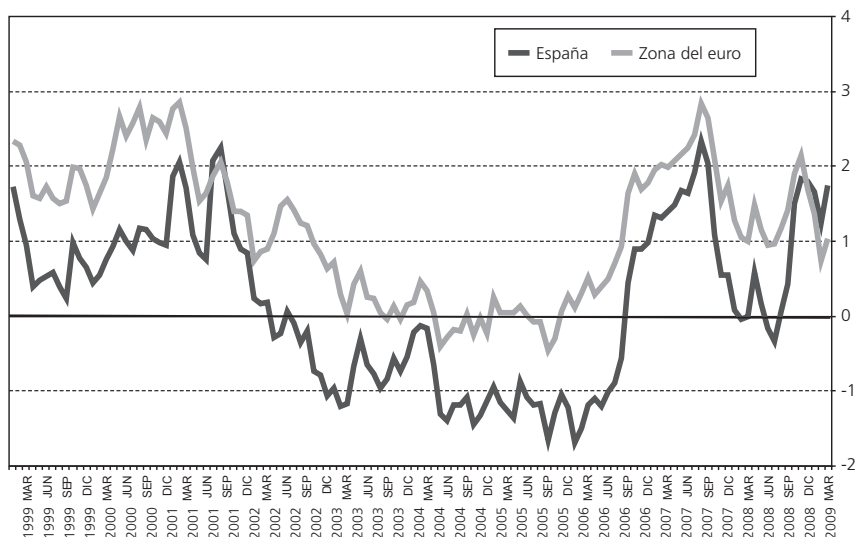
crecimiento y recomendando, en general, una política monetaria más flexible que la decidida por el banco<sup>10</sup>. Es importante señalar que esta crítica, referida a la política monetaria puede ser razonable; sin embargo, la crítica, y la discusión y consenso subsiguientes deberían referirse a cómo se definen en el Tratado de la Unión Europea y en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea la misión y los objetivos del BCE. A este banco central sólo se le puede criticar en función de cuál es su mandato recibido de los ciudadanos europeos, y ese mandato actualmente es conseguir un incremento moderado del nivel de precios, definido por una inflación ligeramente inferior al 2%. Si existen razones para modificar este objetivo de política monetaria, deberán utilizarse para lograr un consenso que modifique el mandato impuesto al BCE, no para criticar que el BCE cumpla la misión que se le ha encomendado.

Otro aspecto diferente y que, en mi opinión, constituye una importante equivocación del Banco Central Europeo mantenida durante los más de diez años en los que ha estado funcionando, es que en sus análisis sobre las presiones en los precios, especialmente en lo referido al temido efecto de «*second round*» («segunda vuelta») posteriores a incrementos persistentes del precio de las materias primas, ha señalado de forma sistemática el impacto de los salarios como un elemento a vigilar y controlar muy de cerca. Efectivamente, los esquemas de retribución ligados al comportamiento de los precios pueden ocasionar una espiral inflacionista al trasladar aumentos de la inflación de forma inmediata a los costes laborales. Sin embargo, es evidente que para los sueldos y pensiones más bajos este tipo de esquema es absolutamente necesario para mantener un nivel adquisitivo mínimo para quienes obtienen esos magros ingresos. En este sentido, el BCE debería diferenciar claramente entre salarios bajos, que deben estar protegidos de la inflación, y salarios más elevados, cuyo incremento debería estar ligado a aumentos de productividad. Y, aún más importante que esta diferenciación necesaria entre niveles de salario, es resaltar la falta de referencias al comportamiento de los beneficios empresariales a la hora de fijar los precios... Esta ausencia es más significativa cuando se señala que el peso de los salarios en el valor añadido bruto de la producción europea ha descendido varios puntos porcentuales en el conjunto de la zona euro desde 1998 hasta situarse alrededor del 47% del VAB. Está claro, entonces, que aunque los salarios sean un componente importante de los precios, hay otros componentes que no se pueden ignorar y que debieran tener también referencias explícitas por parte del BCE.

---

<sup>10</sup> En muchos casos estas críticas lindan la vulneración del estatus independiente del BCE, sometiendo a la institución a una tensión política innecesaria.

Un aspecto en el que hay consenso es que los bajos tipos de interés de la zona euro han alentado la creación de la burbuja inmobiliaria en España. Evidentemente, no ha sido responsabilidad del BCE la generación de este boom inmobiliario, pero sí que esta institución ha proporcionado el combustible necesario para que creciera en forma de gran oferta de liquidez. Unido a esto, el diferencial de inflación en España con respecto al resto de Europa ha llevado a la economía española a experimentar en los últimos diez años largos períodos de tipo de interés real negativo, como se puede apreciar en el gráfico 2. Esta situación ha eliminado los incentivos que las familias españolas tenían para ahorrar, provocando que durante varios años la economía española haya tenido una necesidad neta de obtener financiación del resto de los sectores, principalmente el sector exterior<sup>11</sup>.



Fuente: BCE y elaboración propia.

## Gráfico 2

Evolución del tipo de interés real (%) en España y la zona euro, 1980-2009

<sup>11</sup> Este comportamiento, normal en una familia dada en un momento de su vida, es muy extraño de manera agregada, y no se había producido antes de 2004. Desde finales de los noventa, la capacidad de ahorro del conjunto de los hogares españoles fue disminuyendo paulatinamente hasta llegar a valores negativos (necesidad de financiación) entre 2004 y 2007.

Otro aspecto criticable de la gestión del BCE ha sido una cierta desidia en el control del sistema financiero, que en la legislación comunitaria compete primordialmente a los bancos centrales nacionales, aunque en el caso de la zona del euro los Tratados abrían la posibilidad de que esta función la asumiera total o parcialmente el BCE. Tras la crisis financiera que hemos padecido, donde han quedado en evidencia las ramificaciones internacionales del sector, parece evidente que los organismos reguladores no pueden ser nacionales, sino que se necesitan unos mecanismos de regulación a nivel europeo. El informe Larosière y las decisiones adoptadas recientemente en la Unión Europea caminan hacia ese objetivo. Sin embargo, podemos pensar que una regulación más estricta a nivel europeo, y la asunción por el BCE de al menos ciertas funciones de supervisión que tienen encomendadas los bancos centrales nacionales, podría haber hecho más fuerte el sistema financiero europeo y haber suavizado los efectos de la crisis.

En una posición ambivalente entre acierto y error podemos situar la política de comunicación del BCE. Por un lado, la explicación inmediata de las decisiones de política monetaria, así como las ruedas de prensa en las que esa labor se somete a escrutinio, han hecho la política monetaria común más transparente y predecible; ambas cualidades se convierten en especialmente necesarias cuando quien toma las decisiones de política monetaria no ha sido elegido directamente por los ciudadanos europeos. Sin embargo, podemos señalar como un fallo del BCE la fraseología enigmática de la que a veces hace gala, intentando a través de cambios de redacción en las frases o por la simple sustitución de algunas palabras no esenciales mandar mensajes a la audiencia (o no, porque muchas veces Trichet niega importancia a esos cambios<sup>12</sup>). En cualquier caso, la política informativa y transparente del BCE es mucho mejor que la política de confusión sistemática y mensajes encriptados que siguió Alan Greenspan durante su mandato en la Reserva Federal, contemporáneo a la política monetaria única durante la mayor parte de la existencia del euro.<sup>13</sup>

Finalmente, una crítica muy común a la actuación del BCE ha sido su reacción frente a la crisis financiera y económica. Tardía en su reacción, tí-

---

<sup>12</sup> Como ejemplo, recogemos este diálogo en la rueda de prensa posterior a la decisión de política monetaria adoptada el 3 de julio de 2008:

Periodista: [...] You dropped the phrase *«heightened alertness»* – does this mean that we should be able to substitute that in future with the phrase *«strong vigilance»*, and does it mean that the ECB is back in a wait-and-see mode rather than a ready-to-act mode?

Trichet: The fact that we have not mentioned *«heightened alertness»* or *«strong vigilance»* doesn't mean anything. [...] We will communicate in a fashion which, as always, will be clear and permit observers, our fellow citizens and markets to see what we will do.

<sup>13</sup> Alan Greenspan se ha llegado a vanagloriar de ser capaz de «balbucear con gran incoherencia» (en el original, «mumbling with great incoherente», Greenspan 2006).

mida en su planteamiento y hasta errónea (especialmente, la subida de tipos de interés en julio de 2008). El paso del tiempo ha dejado claro que se minusvaloraron las consecuencias de la crisis financiera en la economía real, y que se actuó frente a riesgos inflacionarios que no llegaron a materializarse; sin embargo, la actuación del BCE no ha sido, en mi opinión, especialmente negativa comparada con la de otros bancos centrales. Presentamos a continuación varios argumentos para sustentar esta opinión:

- En primer lugar, el BCE fue el primer banco central en actuar sobre el mercado monetario, ya en agosto de 2007, intentando combatir las tensiones en este mercado a través de una flexibilización de los requisitos para acceder a liquidez del BCE. Más peligroso que la subida de tipos de interés de un cuarto de punto de julio de 2008 fue que la desconfianza entre entidades financieras hizo que el diferencial entre el tipo de interés del mercado interbancario y el tipo de referencia del BCE<sup>14</sup> se ampliara de forma alarmante hasta alcanzar un máximo histórico de 156 puntos básicos el 13 de octubre de 2008, a raíz de la quiebra del banco americano Lehman Brothers. La magnitud del cambio queda de manifiesto cuando consideramos que el diferencial medio entre estos dos tipos de interés en el período entre enero de 1998 y julio 2007 fue de tan sólo 17 puntos básicos. Debemos recordar asimismo que el tipo del mercado interbancario es la principal referencia para gran número de préstamos a tipo variable, por lo que en la subida en el coste de las hipotecas la crisis de confianza interbancaria fue mucho más relevante que la subida de 25 puntos básicos del BCE en julio de 2008.
- En segundo lugar, la inflación era alta a mediados de 2008 (4% en la zona euro), y con expectativas de mantenerse en valores superiores al objetivo de inflación. La caída súbita del precio del petróleo, y la simultánea depreciación del dólar, hicieron que su valor en euros cayera en septiembre de 2008 a sólo un tercio de su valor en junio. La desaparición inmediata de esta presión sobre los precios, junto a un descenso muy acusado de la demanda, redujeron la inflación mucho más rápido de lo previsto, hasta alcanzar recientemente valores que permiten especular con la posibilidad de que entremos en una situación de deflación.
- En tercer lugar, desde octubre de 2008 hasta abril de 2009 el BCE ha reducido sus tipos de interés en 3.25%, dejando el tipo mínimo de puja en el 1%, mínimo histórico y seguramente punto de agota-

---

<sup>14</sup> El tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación. Desde el 8 de octubre de 2008 este es el tipo único de las subastas en estas operaciones.

miento de la política monetaria convencional. Simultáneamente, ha aumentado la confianza interbancaria<sup>15</sup>, reduciéndose hasta apenas diez puntos básicos el diferencial del tipo de interés del euríbor con respecto al tipo mínimo de puja. Estas acciones han producido una bajada del tipo de interés interbancario dramática, situándolo finalmente en valores muy similares a los norteamericanos, británicos y japoneses.

- En cuarto lugar, la reacción de la Comisión Europea y de los gobiernos a la crisis fue incluso más lenta, dando el paso de lanzar planes de recuperación económica sólo cuando las dramáticas consecuencias de la crisis en términos de empleo y producción eran innegables. Una reacción en el plano de la política fiscal contemporánea a la adopción de medidas de política monetaria y gestión de la liquidez por parte del BCE hubiera sido muy beneficiosa.
- Finalmente, en quinto lugar entre las medidas que ha puesto en marcha el BCE desde el recrudecimiento de la crisis en el sector financiero durante el verano de 2008 se encuentran diversas medidas no convencionales, especialmente de «direct credit easing» o de *relajación de crédito*. Por ejemplo, en agosto de 2008 adoptó la decisión de inyectar liquidez a tipo fijo por un valor de 95.000 millones de euros. En septiembre modificó el sistema de subasta en las operaciones principales de liquidez; alargó el plazo de algunos préstamos al sector bancario hasta los seis meses; y entregó financiación no sólo en euros sino también en otras monedas, como los dólares o los francos suizos. Entre octubre de 2008 y enero de 2009 se redujo el «canal» entre el tipo de la facilidad permanente de crédito y el de la facilidad de depósito. Otras decisiones que el BCE ha adoptado para facilitar la canalización de la liquidez a través del sector bancario hacia las empresas y familias son que los activos financieros susceptibles de ser elegidos como colateral en los préstamos que concede se han incrementado de manera notable, representando en la actualidad un valor total del 130% del PIB de la zona euro; o que los préstamos a los bancos se han incrementado de tal manera que el balance del BCE se dobló desde junio de 2007 hasta octubre de 2008. Por último, también es interesante señalar que el número mismo de entidades de contrapartida

---

<sup>15</sup> Existe una serie de razones para este comportamiento. A modo no exhaustivo podemos señalar la quiebra de las entidades con mayores problemas; la ayuda estatal para salvar el sector financiero de numerosos países; el paso del tiempo y la llegada de nueva y mejor información sobre las entidades financieras; las decisiones tomadas en relación con el mercado financiero desde el punto de vista regulador (bancos centrales nacionales) y de acceso a la liquidez (BCE).

que operan con el BCE se ha incrementado hasta las 2.200, siendo posible que esta cifra se doblara con relativa facilidad.

## 6. Conclusiones

Transcurridos más de diez años desde la puesta en funcionamiento de la política monetaria única en un grupo de países de la Unión Europea, la contribución de la misma al desarrollo socioeconómico de los Estados que integran la zona euro ha sido netamente positiva. Naturalmente, en un período de tiempo de diez años, una autoridad monetaria ofrece tanto aciertos como errores: en este artículo hemos pretendido efectuar un repaso crítico de ambos; sin embargo, el efecto económico positivo de los primeros supera con creces al efecto negativo de los segundos.

Entre los éxitos de la política monetaria hay que destacar la baja inflación que ha experimentado la zona euro, con muy reducida volatilidad y bajas expectativas futuras de inflación. Es interesante señalar que este anclaje de la inflación es significativamente mayor al de otras áreas monetarias. Especialmente importante es que este entorno de baja inflación se ha conseguido creando simultáneamente empleo; de hecho, cuando termine la actual etapa de destrucción de empleo ligada a la crisis económica, podemos esperar que las expectativas de baja inflación vuelvan a facilitar la creación de empleo por parte de los empresarios, al reducir los riesgos futuros a los que se enfrentan.

Con respecto a los errores en los que el BCE ha incurrido durante estos diez años, hemos intentado diferenciar entre fallos en su política (como la excesiva fijación en la no indexación de los salarios o la falta de interés por asumir la supervisión del sistema financiero), y las críticas que recibe por sus objetivos o su reacción frente a la crisis.

En este sentido, los argumentos políticos en contra de tener como objetivo principal y prioritario de la política monetaria el control de la inflación, deberían dirigirse a promover un cambio del mandato que los Tratados conceden al BCE; naturalmente, en este debate serán necesarios argumentos académicos contundentes para explicar qué otros objetivos serían mejores. Una consideración diferente merecen la mayoría de las críticas sobre la actuación del BCE en esta crisis financiera y económica (obviando el error ya comentado de la supervisión): la reacción no ha sido tardía (o no mucho) ni débil, y las consecuencias negativas del movimiento al alza de tipos en julio de 2008 palidecen al ser comparadas con el principal problema que afectaba a los ciudadanos europeos endeudados en aquel momento: un diferencial extraordinariamente grande entre el mercado interbancario y el tipo de referencia del BCE.

## Bibliografía

- ANDERTON, R., R.E. BALDWIN y D. TAGLIONI (2003): *The impact of monetary union on trade prices*, Working Paper n.º 238, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- ALLINGTON N., P. KATTUMAN y F. WALDMAN (2005): «One market, one money, one price?», *Journal of Central Banking*, pp. 73-115.
- AUERBACH, A. y M. OBSTFELD (2005), «The Case for Open-Market Purchases in a Liquidity Trap», *American Economic Review*, Vol. 95, No 1, March 2005.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2008): *Boletín mensual- 10.º aniversario del BCE*, BCE, Frankfurt am Main.
- BEECHEY, M. J., B. K. JOHANNSEN y A. T. LEVIN (2007): «*Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area than in the United States?*», Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series, 2008-23.
- FEDERAL RESERVE ACT, consultado en [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)
- GREENSPAN, A. (2007): *The age of turbulence. Adventures in a new world*. The Penguin Press, New York.
- ISSING, O. (2006): *Theory and practice of monetary policy*, discurso celebrado en Frankfurt am Main el 5 de mayo, consultado en [www.ecb.eu](http://www.ecb.eu)
- KRUGMAN, P. (1998): «It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998, (2), pp. 137-87.
- PETROULAS, P. (2007): «The effect of the euro on foreign direct investment», *European Economic Review*, n.º 51, pp. 1468-1491.
- SCHIAVO, S. (2007): «Common currencies and FDI flows», *Oxford Economic Papers*, n.º 59, pp. 536-560.
- ROSE, A. K. (2000): «One money, one market: the effect of currency unions on trade», *Economic Policy*, n.º 30, pp. 7-46.
- SCHELER, H.K. (2006): *The European Central Bank. History, role and functions*, Banco Central Europeo, Frankfurt am Main.
- SMAGHI, L.B. (2009): *Conventional and unconventional monetary policy*, discurso celebrado en Ginebra el 28 de abril, consultado en [www.ecb.eu](http://www.ecb.eu)
- TAYLOR, J.B. (1993): «Discretion versus policy rules in practice», *Public policy*, n.º 39, pp. 195-214.
- TRATADO DE FUNCIONAMIENTO DE LA UNIÓN EUROPEA, consultado en [www.europa.eu](http://www.europa.eu)
- TRATADO DE LA UNIÓN EUROPEA, consultado en [www.europa.eu](http://www.europa.eu)
- TRICHET, J.C. (2009): *Ten years of successes and challenges*, discurso efectuado en Osnabrück el 12 de febrero, consultado en [www.ecb.eu](http://www.ecb.eu)
- TUMPEL-GUGERELL, G. (2008): *The Euro at ten: Governing the Eurozone in a globalised world economy*, discurso efectuado en Berlín el 8 de diciembre, consultado en [www.ecb.eu](http://www.ecb.eu)

