

CAPÍTULO 1

La política monetaria y la estrategia de estabilidad monetaria del eurosistema

1. Una estrategia orientada a la estabilidad.
2. Instrumentos de política monetaria.
3. Política monetaria y estabilidad de precios.
4. La estabilidad de precios en el Eurosistema.
5. Los efectos de la estabilidad monetaria.
6. El BCE: ¿Prestamista en última instancia?
7. La independencia del BCE y la estrategia de política monetaria.
8. El Eurosistema y la política cambiaria.
9. Los sistemas de pagos y de liquidación de valores. El sistema TARGET2.
10. Volatilidad y riesgo del Eurosistema.

Términos clave

Agregado monetario. Coeficiente de caja. Dinero. Estabilidad de precios. Estabilidad macroeconómica. Estrategia de política monetaria. Eurosistema. Eurozona. Índice Armonizado de Precios al Consumo. Instituciones Financieras y Monetarias. Operaciones de mercado abierto. Política monetaria única. Target. Tipo de cambio.

Objetivos

El objetivo del capítulo es destacar esencialmente, lo que supone la estabilidad macroeconómica para el sistema económico. Siendo conscientes de que la estabilidad es esencial para que las instituciones y los mercados puedan actuar eficazmente, se requiere de una política monetaria instrumentada con un objetivo de

inflación reducido, a lo que hay que añadir además una política macroeconómica combinada, que incluya otras políticas, como la política fiscal, la política laboral y un sistema financiero ágil y competitivo. En este capítulo se establecen los elementos básicos que están detrás del planteamiento económico y financiero de los temas tratados en este libro y que nos servirán para entender mejor el resto de los capítulos que lo componen. Se presentan los conceptos básicos para el desarrollo de la estrategia monetaria y los instrumentos y funciones de las instituciones monetarias del Eurosistema.

1. UNA ESTRATEGIA ORIENTADA A LA ESTABILIDAD

La estabilidad es muy importante para el sistema económico. Sin estabilidad, ni las instituciones ni los mercados pueden actuar eficazmente y la toma de decisiones a largo plazo se hace muy difícil. Estabilidad no se identifica con rigidez, se acerca más a la flexibilidad y adaptación que los mercados, agentes e intermediarios deben tener para facilitar una buena aplicación de los recursos hacia las actividades productivas.

La estabilidad macroeconómica requiere que la política monetaria esté instrumentada con un objetivo de inflación reducido. Pero esto no se puede lograr sólo con la política monetaria. Es necesario además una *política macroeconómica combinada*, que incluya la política fiscal, un mejor funcionamiento del mercado de trabajo con un desarrollo de los salarios que no excedan de la productividad y la integración de los mercados financieros con un sistema financiero ágil y competitivo.

Existen elementos de inestabilidad macroeconómica que se agudizan con la globalización, al transmitirse con rapidez los impactos económicos y financieros por todos los mercados. Esta inestabilidad se ha traducido en importantes recesiones (que acabaron afectando a la tasa media de crecimiento del producto mundial), en crisis financieras, tensiones en los mercados de cambio y crisis bancarias. La Unión Europea no ha sido ajena a estos movimientos, y una forma de protegerse de las turbulencias cambiarias y financieras fue establecer una unión económica y monetaria, con estrictos programas de convergencia económica y fiscal y una moneda única, para aprovechar las economías externas del área de integración y reducir costes de transacción cambiaria.

Sin embargo, la pérdida de soberanía en materia monetaria para los países de la zona del euro supone que las condiciones monetarias en las posiciones cíclicas entre los países miembros de la zona, no pueden contribuir a que estos países se ajusten ante los denominados *shocks* asimétricos o perturbaciones asimétricas. Tampoco los países del área del euro pueden alterar el tipo de cambio ante una divergencia de las políticas monetarias nacionales. El otro instrumento de la política económica, la política fiscal ha estado constreñida por el Pacto de Estabilidad

y Crecimiento. La crisis financiera internacional y la crisis de Deuda Soberana han obligado a modificar algunos de estos funcionamientos.

Para favorecer la estabilidad en el área del euro, la Unión estableció una *estrategia de política macroeconómica* apoyada en tres grandes pilares: la estabilidad monetaria, la estabilidad de las finanzas públicas y la estabilidad financiera.

2. INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA

La responsabilidad monetaria en el área del euro recae sobre el BCE y el SEBC, cuyo objetivo principal es la estabilidad de precios, pero además, también se deberán apoyar los objetivos económicos de la Unión Europea, como es el crecimiento sostenido y no inflacionista y un elevado nivel de empleo.

Recuadro nº 1.1

Instituciones Financieras y Monetarias (IFM)

- Este concepto fue acuñado por el Instituto Monetario Europeo y los Bancos Centrales Nacionales para preparar la política monetaria de la UEM.
- Grupos principales de instituciones de las IFM:
 - Bancos Centrales.
 - Entidades de crédito residentes: empresas cuyo negocio es recibir del público depósitos y otros fondos reembolsables (incluidos los ingresos de las ventas de bonos bancarios al público) y conceder créditos por cuenta propia.
 - El resto de las instituciones financieras residentes especialmente fondos del mercado monetario. Este grupo comprende a las instituciones cuyo negocio es recibir depósitos y sustitutos próximos de depósitos de otras entidades distintas a las IFM, conceder créditos y realizar inversiones en valores, por cuenta propia.
- Un instrumento es sustitutivo próximo de depósitos si es transferible, convertible, cierto y negociable.

El BCE tiene que garantizar que se cumplen las funciones encomendadas al SEBC. Para lograr los objetivos, el Eurosistema dispone de un conjunto de instrumentos de política monetaria: 1) operaciones de mercado abierto, 2) facilidades permanentes, y 3) mantenimiento de unas reservas mínimas.

Las *operaciones de mercado abierto* (*open market operations*), permiten controlar los tipos de interés, la gestión de liquidez del mercado y transmitir las orientaciones de la política monetaria. Las categorías que están incluidas en estas operaciones son:

- Operaciones principales de financiación.
- Operaciones de financiación a plazo más largo.
- Operaciones de ajuste.
- Operaciones estructurales.

Las operaciones principales de financiación son la principal fuente de financiación del sistema crediticio en el marco del Eurosistema. Son operaciones temporales de inyección de liquidez de carácter regular, periodicidad semanal y vencimiento a una semana que ejecutan los bancos centrales nacionales a través de subastas estándar.

Las operaciones de financiación a plazo más largo son operaciones temporales de inyección de liquidez de periodicidad mensual y vencimiento a tres meses. Su objetivo es proporcionar financiación adicional a las entidades de contrapartida a un plazo más largo. Las ejecutan los bancos centrales mediante subastas estándar.

Operaciones de ajuste. Estas operaciones se ejecutan de forma *ad hoc* para gestionar la situación de liquidez del mercado y suavizar los efectos que causan las fluctuaciones inesperadas de liquidez en el mercado. Estas operaciones las realizan los bancos centrales, normalmente mediante subastas rápidas o procedimientos bilaterales.

Operaciones estructurales. Las lleva a cabo el BCE cuando quiere ajustar (con periodicidad o no), la posición estructural del Eurosistema frente al sector financiero. La emisión de certificados de deuda, operaciones temporales u operaciones simples son la forma de llevarlas a cabo.

Las facilidades permanentes permiten proporcionar y absorber liquidez y controlar los tipos de interés del mercado a un día. Los bancos centrales nacionales las gestionan de manera descentralizada. Los dos tipos de facilidades permanentes a los que pueden recurrir por iniciativa propia las entidades que operan en el Eurosistema son las siguientes:

- La facilidad marginal de crédito.
- La facilidad de depósito.

La facilidad marginal de crédito permite a las entidades obtener liquidez a un día de los bancos centrales nacionales, contra activos de garantía. No suele existir límite de crédito ni otras restricciones excepto el requisito de presentar activos de garantía suficientes. El tipo de interés constituye normalmente un límite superior para el tipo de interés de mercado a un día.

La facilidad de depósito permite a las entidades llevar a cabo depósitos a un día en los bancos centrales nacionales. No suelen existir límites ni otras restricciones. El tipo de interés constituye normalmente un límite inferior para el tipo de interés de mercado a un día.

Mantenimiento de unas reservas mínimas. Está dirigido a las entidades de crédito de la zona del euro. Su objetivo es estabilizar los tipos de interés del mercado monetario y crear o aumentar el déficit estructural de liquidez. Entre sus características figuran: 1) se determinan en relación con algunas partidas de su balance, 2) se determinan en función del nivel medio de reservas diarias durante un período de mantenimiento de un mes, y 3) se remuneran al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema.

Recuadro nº 1.2

Los Bancos Centrales Nacionales y la estrategia de política monetaria

Las decisiones básicas en el área del euro se toman de forma centralizada, pero la ejecución de la política monetaria única es descentralizada y está a cargo de los bancos centrales nacionales, de forma que el marco operativo de la política monetaria del área del euro se apoya fundamentalmente en la infraestructura existente. Para ejecutar la política monetaria el sistema dispone de: 1) un sistema de pagos, y 2) una estrategia de política monetaria.

3. POLÍTICA MONETARIA Y ESTABILIDAD DE PRECIOS

El objetivo prioritario del Eurosistema es el mantenimiento de la estabilidad de precios. La experiencia muestra que una política monetaria que contribuya a mantener la estabilidad de precios de forma duradera y creíble constituye una de las mejores formas para garantizar la tasa de crecimiento económico y la calidad de vida. Sin embargo, como ya se ha comentado anteriormente, la política monetaria no puede actuar directamente para controlar los precios del área del euro, tiene que operar a través de un proceso complejo, que implica al sistema financiero, a los mercados financieros y a la economía real. Por esa razón, se analizan indicadores monetarios y financieros y otros indicadores económicos, que sirven para evaluar las perspectivas de la evolución de los precios y los efectos de las medidas de política monetaria.

Como el mecanismo de transmisión es muy complejo, las decisiones de política monetaria deben mantenerse en un plano coherente. Por ello, se considera conveniente la estrategia de política monetaria, cumpliendo así dos objetivos esenciales para la toma de decisiones de política monetaria: 1) imponer una estructura clara al proceso de toma de decisiones en base a la información y análisis que permita la estabilidad de precios, y 2) servir de elemento de comunicación con el público para favorecer la credibilidad de la actuación monetaria.

Para lograr esos objetivos, una estrategia de política monetaria debe cumplir determinados criterios, como son: 1) eficiencia; 2) credibilidad; 3) transparencia y competitividad, y 4) coherencia con la independencia de la institución.

Desde el primer momento, el Instituto Monetario Europeo centró su trabajo a lo largo de la segunda fase de la UEM, en el análisis teórico de los instrumentos de política monetaria utilizados en los Estados miembros. En febrero de 1997, el IME publicó un informe, identificando esencialmente dos opciones, como base para una estrategia de política monetaria en la UEM. Estas dos opciones estaban orientadas, bien a establecer un objetivo en términos de un agregado monetario o bien a establecer un objetivo directo de inflación. Los países miembros de la UE tenían estrategias diferentes, algunas coincidían, como en Bélgica, Dinamarca, Irlanda, Holanda, Austria y Portugal, que mantenían un objetivo de tipo de cambio, mientras que un objetivo de inflación era la práctica de Finlandia, Suecia y Reino Unido. Otros países, como Alemania, Grecia, España y Francia mantenían una estrategia con diversos instrumentos de política monetaria.

No obstante, la estabilidad de precios era el objetivo fundamental en la elección de una estrategia monetaria. Se barajó la posibilidad de incluir variables como el tipo de cambio, la renta nominal, los tipos de interés, los agregados monetarios o la inflación. La adopción de una estrategia basada en agregados monetarios se consideró más ajustada al seguimiento de las variables que controla el Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Tabla 1.1: Estrategias e instrumentos de política monetaria en los Estados miembros del área del euro (antes de 1-1-1999)

	Estrategia de Política Monetaria
BE	TC
A	OM (M3)
ES	OI, TC
FR	TC (M3)
IR	TC
IT	(M2)
PB	TC
AU	TC
P	TC
FI	OI

TC: Objetivo de tipo de cambio.

OI: Objetivo de inflación.

OM: Objetivo monetario. El agregado según los países está en paréntesis.

FUENTE: IME, 1994.

Recuadro nº 1.3

Agregados monetarios del Eurosistema

Los agregados monetarios del área del euro comprenden un agregado estrecho (M_1), un agregado intermedio (M_2) y un agregado amplio (M_3) según la liquidez de los activos que incluyen. Estos agregados sólo incluyen las posiciones de residentes en el área del euro que se mantienen en Instituciones Financieras Monetarias (IFM) localizadas en la zona de la moneda única.

M_1 : Efectivo en circulación (Billetes + Monedas) + Depósitos a la vista.

M_2 : M_1 + Depósitos a plazo hasta 2 años + Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses.

M_3 : M_1 + M_2 + Cesiones temporales + Participaciones en Fondos del Mercado Monetario (FMM) y otros instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por instituciones financieras monetarias.

La estrategia de política monetaria del BCE (acordada en Frankfurt el 13 de octubre de 1998) está basada en una *definición cuantitativa* de la estabilidad de precios y en *dos pilares*: 1) el papel del dinero en el sistema y 2) la evaluación de la evolución de los precios. La estabilidad de precios en el área del euro, según la definición cuantitativa es un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC) inferior al 2%. El *dinero* en la estrategia monetaria del Eurosistema ocupa un papel destacado fijándose un valor de referencia cuantitativo para el crecimiento *del agregado monetario amplio* (M_3) compatible con la estabilidad de precios. Este agregado monetario era la referencia de política monetaria del Bundesbank y cuando se fijó para la política monetaria única no se tenía referencia sobre la estabilidad de la función de la demanda de dinero de la zona del euro.

No obstante, se ha demostrado que la demanda de dinero es más estable en la zona del euro, compuesta por la agregación de las demandas de dinero de los once países miembros, que la función de la demanda de dinero de cada país miembro individualmente. En concreto, el Banco de España había utilizado la M_3 hasta 1994, pero tuvo que abandonar esta referencia debido a su inestabilidad y, en general, el objetivo en términos de un agregado monetario utilizando la oferta monetaria como objetivo principal estuvo muy extendido en la década de los años setenta, cuando las tasas de inflación eran muy elevadas. Este enfoque tuvo cierto éxito en la medida en que la demanda monetaria era estable o se podía prever su estabilidad, pero en la década de los años ochenta, con el inicio de la globalización de los mercados y la innovación financiera, este enfoque empezó a presentar dificultades, aunque en Alemania se siguió utilizando con éxito.

Otro de los pilares básicos del Eurosistema es la valoración, con ayuda de indicadores financieros y otros indicadores económicos, de las perspectivas sobre la evolución de los precios y los riesgos que les amenazan.

4. LA ESTABILIDAD DE PRECIOS EN EL EUROSISTEMA

La estabilidad de los precios en el área del euro se define como un incremento interanual por debajo del 2% del *Índice Armonizado de Precios al Consumo* (IAPC). Esta estabilidad de precios se debe mantener a medio plazo. El IAPC, que fue establecido para evaluar la convergencia de precios en la segunda fase de la UEM (está armonizado en los países de la zona del euro), es el índice de precios que se utiliza para evaluar si se ha conseguido y mantenido la estabilidad de precios.

El *dinero*, considerado uno de los pilares de la estrategia monetaria del BCE es una variable esencial en este análisis y el Consejo de Gobierno del BCE le ha otorgado esa importancia porque el dinero sirve como medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor. Pero el dinero sólo puede cumplir estas tres funciones de forma óptima, si los precios son estables.

Uno de los elementos que indican la importancia del dinero en la estrategia del BCE es el valor de referencia cuantitativo que se ha asignado para el crecimiento monetario. Este valor de referencia cuantitativo se considera coherente con la estabilidad de precios a medio plazo, evaluado en el marco de una función de demanda de dinero. Si existen desviaciones prolongadas o esenciales del crecimiento monetario, respecto al valor de referencia, se considera situación de riesgo a medio plazo para la estabilidad de precios (aunque el Eurosistema no tiene por qué corregir a corto plazo esas desviaciones).

Recuadro nº 1.4

EL IAPC

El Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC) es la referencia de precios que se utiliza para evaluar si se consigue y mantiene la estabilidad de precios. Originalmente se concibió como un indicador para evaluar la convergencia de precios en la Segunda Etapa de la UEM y actualmente está ampliamente armonizado en los países del área del euro.

La decisión del BCE de mantener una estrategia basada en la masa monetaria y en la estabilidad de precios (la inflación debe permanecer por debajo del 2%), tiene ventajas pero también tiene inconvenientes. Entre las ventajas que el BCE señala está la de asegurar: 1) el compromiso del Consejo de Gobernadores del BCE res-

pecto al objetivo de estabilidad de precios, y 2) la transparencia del proceso de decisión del SEBC a través de la información y de la justificación del Consejo de Gobernadores de sus decisiones en materia monetaria, económica y financiera.

Entre los principales inconvenientes figuran: 1) la necesidad de una demanda estable de dinero; 2) es una definición muy estrecha, y 3) es asimétrica, no se hace referencia a los riesgos de deflación.

5. LOS EFECTOS DE LA ESTABILIDAD MONETARIA

El efecto que tiene la política monetaria sobre la actividad o sobre la inflación tiene muchos matices. En general, se considera que el efecto lo ejerce a través de los tipos de interés, influyendo sobre la demanda de las familias y de las empresas. Pero la política monetaria también influye en la actividad, a través del precio de los activos, que a su vez acaba afectando al comportamiento de las familias y de las empresas. A las familias a través del patrimonio y a las empresas por el coste de los préstamos. La globalización y el desarrollo de los mercados de capitales acrecienta la importancia de estos últimos, pero a diferencia de la vía tradicional del tipo de interés, el valor de los activos es más difícil de prever y, por tanto, de actuar sobre ello, para evitar efectos no deseados sobre la actividad económica.

Recuadro nº 1.5

El Eurosistema

El Tratado de la Unión Europea y el Estatuto del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Banco Central Europeo (BCE) han asignado diversas tareas al SEBC, que tienen que ser realizadas por el BCE y los Bancos Centrales Nacionales (BCN). Para ayudar a comprender la compleja estructura de la autoridad monetaria central, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó el término “Eurosistema”.

El *Eurosistema* está compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que han adoptado la moneda única. Mientras sigan existiendo Estados miembros que aún no hayan adoptado el euro, será necesario mantener la distinción entre Eurosistema y SEBC. Eso significa que sólo cuando todos los Estados miembros participen en el área del euro el término Eurosistema será sinónimo de SEBC. El Eurosistema está dirigido por el Consejo de Gobierno y por el Comité Ejecutivo del BCE.

Recuadro nº 1.6

Órganos rectores de la política monetaria única

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) es el órgano responsable de definir y ejecutar la política monetaria de los países que participen en la moneda única. El SEBC incluye al Banco Central Europeo (BCE) y a los Bancos Centrales Nacionales.

El Consejo de Gobierno está compuesto por todos los miembros del Comité Ejecutivo y los gobernadores de los BCN de los Estados miembros participantes en el euro. El Comité Ejecutivo está compuesto por el presidente, el vicepresidente y cuatro miembros nombrados por los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros participantes en el euro.

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) está compuesto por el BCE y los BCN de todos los Estados miembros de la UE. El SEBC está dirigido por el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo del BCE y como tercer órgano de gobierno del BCE, por el Consejo General.

El Consejo General incluye al presidente, vicepresidente y a los gobernadores de todos los BCN de la Unión Europea.

De la misma manera y en la medida en que los bancos centrales tienen el monopolio de la creación de dinero, a través de la base monetaria (billetes y depósitos en el Banco Central por entidades de crédito), el Eurosistema mantiene además el monopolio de emisión de billetes de curso legal en el área del euro. Pero la base monetaria es muy volátil a corto plazo y, en general, no se considera un indicador fiable para valorar la inflación futura, por lo que la política monetaria tiene que apoyarse en otro tipo de variables.

6. EL BCE: ¿PRESTAMISTA EN ÚLTIMA INSTANCIA?

La estrecha concepción de las instituciones monetarias (BCE y SEBC) en el Tratado, que otorga casi exclusivamente un mandato sobre política monetaria al BCE, dejaba en la incertidumbre algunas cuestiones básicas estrechamente relacionadas con la política monetaria, como la citada supervisión bancaria, en la que el BCE sólo tiene un papel muy limitado y la ausencia de responsabilidad para proporcionar liquidez a las instituciones financieras individuales.

El papel de prestamista en última instancia (provisión de liquidez por los Bancos Centrales Nacionales ante el riesgo de crisis bancaria), que desempeñan los Bancos Centrales Nacionales, no se había asignado a ninguna institución en la moneda única, por tanto no existe ningún coordinador, ni proveedor de liquidez

en caso de crisis. Esto es debido, a que los Estatutos del SEBC-BCE se han hecho a la imagen de los del Bundesbank, y éste no tenía responsabilidad explícita de ir en auxilio del sistema financiero en caso de crisis y por tanto, no tenía mandato para actuar como prestamista en última instancia. En consecuencia, no estaba nada claro cómo se iba a solucionar una crisis financiera en el marco de la UEM.

Se esperaba, que las crisis fuesen tratadas a través de acuerdos *ad hoc* para hacer lo que fuese necesario para evitar los riesgos sistémicos en la UEM, lo que significaba que si la crisis estaba localizada, el Banco Central Nacional o autoridad nacional competente proporcionaría liquidez a la institución con problemas. Pero si existía riesgo de convertirse, a través de un efecto dominó, en una crisis sistémica en el área del euro, se esperaba que se impusiese la rapidez y probablemente el BCE tendría que intervenir como prestamista en última instancia. Eso es lo que ha sucedido con la crisis financiera internacional provocada por el desencadenamiento de la crisis de las *hipotecas subprime*.

El Banco Central Europeo proporcionó liquidez a las entidades del área del euro que lo necesitaron. Sin embargo, esto ha añadido una nueva incertidumbre en el área del euro, y es la existencia de lo que se denomina riesgo moral (*moral hazard*) o lo que es lo mismo, que la posibilidad que ante situaciones de crisis sistémicas el BCE intervenga para evitarlo y ello genere comportamientos irresponsables en los mercados y en los agentes financieros, que confiarán que el Banco evite la crisis.

Recuadro nº 1.7

El Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y el BCE

Con las reformas propuestas tras la crisis de Deuda Soberana, al BCE se le han encomendado una serie de tareas específicas relacionadas con el funcionamiento del sistema financiero y la supervisión. Entre las nuevas funciones asignadas figuran la supervisión bancaria en el marco del Mecanismo Único de Supervisión (MUS). Este mecanismo está formado por el BCE y las autoridades nacionales competentes de los Estados miembros de la UE participantes. Están incluidos por tanto, los países de la Eurozona y el resto de los países de la Unión que decidan establecer una estrecha cooperación con el MUS. En noviembre de 2014 el BCE ha asumido las nuevas funciones de supervisión bancaria.

7. LA INDEPENDENCIA DEL BCE Y LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

Credibilidad e independencia son dos elementos claves en la actuación del BCE. La credibilidad, por ser una institución de nueva creación, que en los primeros años de funcionamiento ha tenido que enfrentarse al reto que plantea la adopción de tipos de interés adecuados, a la marcha de las economías de países con diferentes tasas de crecimiento económico y de inflación y actuando de forma que las decisiones que tome sean creíbles para los mercados y para los agentes económicos.

La independencia del BCE está garantizada por el Tratado y por los Estatutos del SEBC, de forma que la única manera de cambiarlo sería por una enmienda de los tratados de la UE. El BCE no está integrado en un sistema político operativo y a diferencia de la Reserva Federal americana (FED), comprometida por la ley Humphrey-Hawkins de 1978, que incluye entre sus objetivos prioritarios, además de la estabilidad de precios, la mejora en el nivel de empleo y la moderación de los tipos de interés a largo plazo, cuyos estatutos pueden ser modificados por el Congreso americano. Los Estatutos del SEBC son de más difícil modificación, ya que habría que someterlo a todos los parlamentos nacionales de los Estados miembros.

Otro de los elementos que fortalecen la independencia del BCE, a diferencia de la FED y del Bundesbank (cuando actuaba como banco central) es que las decisiones de política monetaria del BCE no pueden ser revocadas por los parlamentos nacionales ni por ningún órgano de la Unión (por ejemplo, el Consejo), mientras que el Congreso americano puede revocar cualquier decisión de la Fed con una ley y con el visto bueno del presidente americano. En el caso del BCE, la independencia institucional se completa con obligaciones de transparencia y rendición de cuentas que lleva a cabo a través de las comparencias ante el Parlamento Europeo; sin embargo, esta asamblea no tiene poder para cambiar los estatutos del BCE, al contrario del presidente de la Reserva Federal americana, que cuando comparece ante el Congreso se enfrenta a una institución elegida, que puede si lo desea, cambiar los estatutos de la Fed.

Recuadro nº 1.8

Obligación de transparencia y rendición de cuentas

La transparencia y la rendición de cuentas se consideran elementos indispensables para reforzar la credibilidad de la actuación de un banco central comprometido con la estabilidad de precios. Con carácter semanal se publica el balance del Eurosistema, y cada trimestre y anualmente, informes sobre su actividad que se presentan en el Parlamento Europeo, al Consejo de Ministros

y a la Comisión. El Parlamento celebrara un debate general sobre estos informes y el presidente y los miembros del Comité Ejecutivo del BCE contestarán a las propuestas que les formulan los Comités del Parlamento Europeo. Cinco veces al año deberá comparecer el presidente ante el Comité parlamentario.

8. EL EUROSISTEMA Y LA POLÍTICA CAMBIARIA

En las tareas del BCE no se incluye la política cambiaria, ya que en el Tratado se recoge que sea el Consejo el que por unanimidad determine los tipos de cambio (en base a una recomendación del BCE), para hacerlo compatible con la estabilidad de precios. Precisamente, teniendo en cuenta este objetivo fundamental de la política monetaria del Banco, y como los tipos de interés a corto plazo caen bajo su competencia y los tipos de cambio a corto plazo dependen de los tipos de interés (y estos los determina el BCE), la soberanía cambiaria que aún ostentan los Estados miembros sería sólo aparente.

En cualquier caso conviene señalar que, si bien el Tratado asigna al Eurosistema la tarea básica de realizar operaciones cambiarias, el artículo 109 del Tratado prevé que sea el Consejo de Ministros, en su composición de Ministros de Hacienda (ECOFIN), el que por unanimidad pueda concretar «acuerdos formales sobre un sistema de tipos de cambio del euro, respecto a las monedas no comunitarias». Además, el Consejo de Ministros también puede emitir «orientaciones generales» (por mayoría cualificada) relativas a la política cambiaria del Eurosistema. En el Consejo Europeo de diciembre de 1997, el Consejo de Ministros aclaró que probablemente no se establecerá un sistema formal de cambios, y que en general sólo emitirían «orientaciones» (en circunstancias excepcionales).

En consecuencia, dado que hasta ahora no se ha establecido un acuerdo formal, éste será el resultado de la actuación de la política monetaria del BCE, de la adecuación de las políticas nacionales a sus compromisos con el euro y de cómo lo perciben los mercados, en el contexto de la evolución de la economía internacional.

Recuadro nº 1.9

Las orientaciones de política monetaria del BCE: la *forward guidance*

Para ofrecer orientaciones de política monetaria, el Consejo de Gobierno del BCE anunció el 4 de julio de 2014, una decisión que rompe con su tradición, por lo que no anunciaba sus acciones futuras. El Banco de Japón y la FED ya lo habían hecho anteriormente. En esa misma fecha también lo hizo el Banco de Inglaterra.

La estrategia de *forward guidance* se basa en hacer público las decisiones de política monetaria, las que toma en cada momento y las que espera adoptar. Con ello se pretende reducir la incertidumbre sobre los tipos de interés futuros.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió ofrecer orientaciones de política monetaria para anclar las expectativas de los mercados sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE con la orientación condicional de la política monetaria del Consejo de Gobierno. En la reunión del 4 de julio de 2014 el presidente del BCE no sólo anunció que se mantendría el tipo de intervención en el 0,5%, sino que se incluyó una declaración oficial, tras la reunión, donde se afirmaba que “de cara el futuro, la orientación de la política monetaria seguirá siendo expansiva durante el tiempo que sea necesario y durante un período de tiempo prolongado. El Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales o inferiores”.

9. LOS SISTEMAS DE PAGOS Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES. EL SISTEMA TARGET2

Entre las funciones de los Estatutos del Eurosistema está la de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pagos. El sistema de pagos en la zona del euro tiene que ser rápido, seguro y eficaz para poder llevar a cabo grandes pagos a través del Banco Central. Los sistemas de pagos y de compensación y liquidación de valores son infraestructuras básicas necesarias para el funcionamiento de la economía de mercado y para un intercambio eficiente de los flujos de pagos de bienes, servicios y activos financieros. Su buen funcionamiento es la clave para la ejecución de la política monetaria y para mantener la confianza en la moneda, en el sistema financiero y en la economía.

Para realizar esta tarea, el Eurosistema tiene tres formas de llevarlo a cabo:

1. Desarrollar sus funciones operativas.
2. Realizar actividades de vigilancia.
3. Actuar de catalizador.

El sistema de pagos se considera necesario para facilitar la liquidación de las operaciones y la transmisión inmediata de los efectos de las decisiones de política monetaria, así como favorecer la fluidez de los pagos transfronterizos. Esto significa que los pagos son liquidados individualmente, sin compensación previa, una vez comunicada y comprobada la existencia de fondos del emisor de la orden en su Banco Central. Es un sistema de liquidación bruto en tiempo real, para minimizar los riesgos, tanto de los participantes como del propio sistema de pagos.

Hasta 2007, el sistema de pagos se realizó a través del TARGET (*Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System*), como sistema de transferencias de fondos interbancarios, para apoyar la integración del mercado monetario y para facilitar el funcionamiento de la política monetaria única. Se puso en funcionamiento el 4 de enero de 1999, coincidiendo con la entrada en vigor del SEBC. El TARGET es un sistema descentralizado, basado en la interconexión de los sistemas de pagos nacionales, lo que significa, que reúne a los sistemas de pagos de los Bancos Centrales de los Estados miembros, al mecanismo de pagos del Banco Central Europeo, al EPM (*ECB Payment Mechanism*) y al sistema de interconexión o *Sistema Interlinking*.

El sistema TARGET facilita que el proceso de los pagos intrafronterizos denominados en euros sea tan sencillo como lo son los pagos nacionales. El objetivo fundamental es por tanto, permitir los pagos (fundamentalmente del mercado monetario) en el área del euro, con un coste reducido, elevada seguridad y en el mínimo tiempo posible. Los participantes en el TARGET en general son las entidades de crédito, y dado el carácter descentralizado del sistema, los participantes mantienen sus cuentas en los Bancos Centrales Nacionales, no en el BCE, liquidando cada Banco Central las operaciones domésticas. Para las operaciones que impliquen a entidades de otros países miembros se activan unos sistemas de interconexión del TARGET, a través del citado *Sistema Interlinking*, por el que los Bancos Centrales están conectados entre sí, canalizándose las operaciones a través de ellos.

El sistema TARGET 2 es la segunda generación del sistema TARGET (*Trans-European Automates Real-Time Gross Settlement Express Transfer System*), sustituyó al TARGET en 2002 y entró en vigor en noviembre de 2007. Este sistema se utiliza para todos los pagos en el Eurosistema y para otras operaciones en euros. Las operaciones en este sistema se realizan sobre base continua, los pagos son liquidados de uno en uno en moneda del Banco Central con vigencia inmediata, una vez liquidados. No hay límites máximos o mínimos en el valor de los pagos. Está basado en una sola infraestructura técnica: la plataforma compartida única. Tres bancos centrales europeos, el Deutsche Bundesbank, la Banque de France y la Banca d'Italia, en nombre del Eurosistema, operan y proporcionan esta plataforma de manera conjunta.

Todos los países de la Eurozona participan en el TARGET2 ya que su utilización es obligatoria para liquidar todas las órdenes de pago relacionadas con las operaciones de política monetaria del Eurosistema. Cada banco central es responsable de gestionar su componente del sistema y de mantener las relaciones con sus participantes. Los bancos centrales de países de la Unión no participantes en la moneda única pueden conectarse voluntariamente al sistema TARGET2 para facilitar la liquidación de sus operaciones en euros en sus países. También participan en TARGET2 algunas instituciones financieras radicadas en otros países del Espacio Económico Europeo (EEE).

En el ámbito del sistema de vigilancia de los pagos minoristas, el Eurosistema ha definido criterios de vigilancia de los enlaces entre estos sistemas de pagos y el Foro Europeo sobre la Seguridad de los Pagos Minoristas que estableció por su parte requisitos de seguridad para los pagos por internet. Incluso, el BCE ha promovido la creación de un mercado europeo de pagos minoristas integrado.

TARGET2-Securities (T2S) es un proyecto en fase de desarrollo (en funcionamiento a partir de junio de 2015). Se le considera el futuro servicio del Eurosistema para la liquidación de valores en dinero de un Banco Central en Europa. Prácticamente todos los valores negociados en Europa se liquidarán en T2S, lo que permitirá lograr economías de escala y reducir los costes de liquidación. Se espera que represente un avance esencial para crear un mercado de capitales integrado en Europa.

10. VOLATILIDAD Y RIESGO DEL EUROSISTEMA

El BCE es la única institución europea que controla directamente un instrumento de política macroeconómica en la zona del euro, y existe el riesgo de que adquieran importancia las presiones para modificar su política, ejerciendo una influencia sesgada sobre la política monetaria del área, lo que haría del BCE una institución vulnerable, fácilmente perceptible por los mercados. Estas presiones han venido siendo lideradas por Francia y rechazadas sistemáticamente por Alemania, por considerarlo un intento deliberado de socavar la doctrina antiinflacionista del BCE. En ocasiones, se ha sugerido que el objetivo de inflación del Banco sea establecido por los gobiernos nacionales de los países miembros o por alguna institución europea, como el Parlamento Europeo, cuyos miembros son elegidos por sufragio universal. Eso supondría la posibilidad de que los políticos de la zona del euro decidan qué objetivo de inflación tiene que mantener el BCE (como por ejemplo, se sigue practicando en Inglaterra o como antes de aprobarse la independencia del Banco de España, se hacía en nuestro país, es decir, el gobierno fijaba el objetivo de inflación que debía seguir la autoridad monetaria).

La complejidad económica, política y social del área del euro es una de las razones básicas para seguir apoyando la estabilidad no sólo de precios, porque esto no garantizaría por sí solo la estabilidad monetaria, ya que si bien la inflación en los mercados de productos puede mantenerse controlada, los precios de los activos, especialmente valores bursátiles y los precios del mercado inmobiliario como ha ocurrido en los años previos al desencadenamiento de la crisis financiera habían experimentado una fuerte volatilidad y los resultados de ese desequilibrio lo hemos visto con la crisis financiera y sus efectos en la Eurozona. Esa volatilidad había sido una de las preocupaciones de las autoridades monetarias, considerando que era uno de los elementos que más influían en la inestabilidad de la Eurozona.

Inestabilidad que se reflejaba en el terreno macroeconómico y en el cambio, planteando a las autoridades monetarias de la zona del euro la necesidad de:

- 1) Por un lado, tener en cuenta la evolución de los mercados de activos para sus decisiones de política monetaria.
- 2) Atender a los movimientos de los tipos de interés de las principales divisas internacionales, especialmente el dólar y el yen, para evitar un incremento de forma no deseada de los diferenciales de intereses a los dos lados del Atlántico.
- 3) Atender a los diferenciales de inflación en los países miembros del euro.

Esto ocurría antes de la crisis financiera, ignorando otras amenazas muy importantes relacionadas con la falta de coordinación en la supervisión bancaria, la acumulación de activos inmobiliarios en las carteras de los bancos, el endeudamiento del sistema bancario en activos tóxicos, etc., que acabaron afectando al Eurosystema y a la moneda única.

Resumen

- La estabilidad es muy importante para el sistema económico. Sin estabilidad, ni las instituciones ni los mercados pueden actuar eficazmente y la toma de decisiones a largo plazo se hace muy difícil. La estabilidad macroeconómica requiere que la política monetaria esté instrumentada con un objetivo de inflación reducido. Pero la estabilidad de precios no garantiza la estabilidad monetaria del área.
- Existen elementos de inestabilidad macroeconómica, que se agudizan con la globalización al transmitirse con rapidez los impactos económicos y financieros por todos los mercados.
- El Eurosystema está compuesto por el BCE y los Bancos Centrales Nacionales de los Estados miembros que han adoptado la moneda única. El objetivo principal del Eurosystema es la estabilidad de precios.
- La estabilidad de los precios en el área del euro se define como un incremento interanual por debajo del 2% del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC). Esta estabilidad de precios se debe mantener a medio plazo.
- El IAPC es la referencia de precios que se utiliza para evaluar si se consigue y mantiene la estabilidad de precios. Originalmente se concibió como un indicador para evaluar la convergencia de precios en la Segunda Etapa de la UEM y actualmente está ampliamente armonizado en los países del área del euro.
- El dinero, considerado uno de los pilares de la estrategia monetaria del BCE es una variable esencial y el Consejo de Gobierno del BCE le ha otorgado esa importancia porque el dinero sirve como medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor. Pero el dinero sólo puede cumplir estas tres funciones de forma óptima si los precios son estables.

- Las decisiones básicas en el área del euro se toman de forma centralizada, pero la ejecución de la política monetaria única es descentralizada y está a cargo de los Bancos Centrales Nacionales, de forma que el marco operativo de la política monetaria del área del euro se apoya fundamentalmente en la infraestructura existente.
- El sistema de pagos se realiza a través del TARGET (*Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System*), que es un sistema de transferencias de fondos interbancarios que sirve para apoyar la integración del mercado monetario y para facilitar el funcionamiento de la política monetaria única.
- La experiencia muestra que una política monetaria que contribuya a mantener la estabilidad de precios de forma duradera y creíble, constituye una de las mejores formas para garantizar la tasa de crecimiento económico y la calidad de vida.
- La estrategia de política monetaria del BCE está basada en una definición cuantitativa de la estabilidad de precios y en dos pilares: 1) el papel del dinero en el sistema y 2) la evaluación de la evolución de los precios.
- El BCE es la única institución europea que controla directamente un instrumento de política macroeconómica en la zona del euro, y existe el riesgo de que adquieran importancia las presiones para modificar su política, ejerciendo una influencia sesgada sobre la política monetaria del área.
- Credibilidad e independencia son dos elementos claves en la actuación del BCE.

Ejercicios de autocomprobación

1. El TARGET es:
 - a) Un sistema de compensación de pagos comerciales a nivel comunitario.
 - b) El método por el que se comparte la información fiscal entre los países de la UE.
 - c) Un sistema de transferencia de fondos interbancarios.
 - d) Un procedimiento de compensación de pagos entre los países dentro de la zona del euro y los demás.
2. La estrategia de política macroeconómica establecida para favorecer la estabilidad en el área del euro se basa en:
 - a) La estabilidad de las finanzas públicas.
 - b) El control del tipo de cambio respecto al dólar estadounidense por parte del BCE.
 - c) El incremento de la dotación de los Fondos Estructurales.
 - d) El mantenimiento del cumplimiento obligatorio de los criterios de convergencia.

3. El Eurosistema está compuesto por:
 - a) El Banco Central Europeo (BCE) y el Instituto Monetario Europeo (IME).
 - b) El IME y los Bancos Centrales Nacionales.
 - c) Los Bancos Centrales Europeos y el BCE.
 - d) El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y el IME.
4. El objetivo principal del Eurosistema es:
 - a) El mantenimiento de las paridades de las monedas nacionales respecto al euro.
 - b) La estabilidad de precios.
 - c) El sostenimiento del tipo de cambio del euro respecto al dólar estadounidense y al yen.
 - d) Las respuestas *b)* y *c)* son correctas.
5. Uno de los elementos que influye en la inestabilidad macroeconómica del área del euro es:
 - a) La existencia desde el 1 de enero de 1999 de una política monetaria única.
 - b) La elevada inflación en los mercados de productos.
 - c) Las respuestas *a)* y *b)* son correctas.
 - d) La volatilidad del precio de los activos.

Soluciones a los ejercicios

1. c)
2. a)
3. c)
4. b)
5. d)