

## **EL BCE: MÁS ACIERTOS QUE ERRORES**

**Maurici Lucena Betriu**

**Publicado en *Cinco Días* (sección Opinión), 29-7-02**

El 1 de enero de 1999 los once países que acreditaron el cumplimiento de los criterios de Maastricht (Grecia se incorporó en 2001) adoptaron la moneda única, lo que marcó un hito decisivo en el proceso europeo de integración económica y política, alumbrado en el Tratado de Roma de 1957. Al mismo tiempo, el Banco Central Europeo asumió la responsabilidad de la política monetaria de la “zona euro”, la segunda área económica más grande tras EE.UU. Con la unión monetaria, un experimento sin precedentes en la historia económica mundial, los Estados miembros no sólo delegaron el manejo de los tipos de interés, sino que también perdieron la capacidad de ajuste rápido derivada de los movimientos del tipo de cambio.

Desde un principio, los analistas, académicos, políticos y periodistas sometieron al Consejo de Gobierno del BCE a un escrutinio implacable. El paso del tiempo ha demostrado que buena parte de las críticas que la institución monetaria ha recibido a lo largo de sus primeros años de vida han sido precipitadas e infundadas. Sin duda, los prejuicios que algunos albergaban acerca de la conveniencia de adoptar el euro condicionó su valoración de la actuación del banco central, que en mi opinión cabe calificar como positiva. Las críticas injustificadas, sin embargo, no deben ser óbice para reconocer que el banco central ha cometido errores importantes, sobre todo en el planteamiento de su estrategia formal, que a su vez han dado lugar a una comunicación de las decisiones al público notablemente confusa.

Como es sabido, el objetivo prioritario del BCE es lograr la estabilidad de precios, definida como “un incremento interanual del Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA) de la zona euro inferior al 2% (...) en el medio plazo”. A tal fin, el BCE articula su estrategia de política monetaria en torno a los controvertidos dos “pilares”. El primer pilar analiza el aumento del dinero, fijando un valor de referencia para el crecimiento del agregado monetario amplio M3 del 4,5%. El segundo pilar concentra su atención

directamente en la inflación, estudiando con detalle un gran número de indicadores que normalmente reflejan su evolución.

Con seguridad, el mayor problema del BCE hasta la fecha ha sido la existencia del primer pilar, que no tiene sustento teórico ni empírico sólido. En este sentido, es verdad que hay una fuerte correlación positiva a largo plazo entre el aumento del dinero y la inflación (que por otra parte no está claro que se mantenga en el corto plazo). Sin embargo, también es cierto que la inflación está igualmente correlacionada positivamente con otras muchas variables nominales. Asimismo, a principios de la década de 1990, los técnicos del Banco de España advirtieron las dificultades prácticas que entraña el seguimiento de un agregado monetario de referencia (bien como objetivo intermedio, bien como indicador principal), puesto que el rápido desarrollo de los mercados y productos financieros exige una redefinición continua de dicho agregado si se pretende que sea un fiel reflejo del dinero que efectivamente circula en la economía y, por ende, una guía fiable para la política monetaria.

Por fortuna para los Estados miembros de la UEM, el BCE parece no prestar mucha atención al crecimiento de M3, tal y como lo prueba el hecho de que, en media, cuando este agregado monetario crece el banco central baja el tipo de interés (en lugar de subirlo, como cabría esperar). Por consiguiente, convendría dismantlar el primer pilar –al que algunos observadores han denominado “el pilar envenenado”- y utilizar la información que emana de la evolución de M3 simplemente como un indicador más de la evolución de la inflación. De esta manera se evitaría que al presidente de la institución monetaria, Wim Duisenberg, se le subieran los colores cada vez que ha de justificar por qué reduce los tipos de interés cuando el dinero crece muy por encima de su valor de referencia.

Si además de lo anterior el BCE se decidiera a elucidar qué se entiende por “medio plazo” (horizonte para el cual se propone estabilizar los precios) y cuál es el límite inferior del intervalo de valores de la tasa de inflación que el banco central se fija como objetivo (el superior se sabe que es el 2%), sería mucho más fácil comunicar coherentemente los movimientos de tipos a los agentes económicos. Este aumento de la transparencia, al hacer más previsibles las decisiones de política monetaria, anclaría mejor las expectativas sobre

la inflación futura y, en último término, facilitaría la consecución del objetivo principal del banco central.

Las “sombras” en la actuación del BCE a lo largo de estos tres años y medio de política monetaria única no son gran cosa si se comparan con el buen tino que en líneas generales ha demostrado el Consejo de Gobierno, en un entorno macroeconómico e institucional de enorme complejidad. El gran acierto del banco central ha sido, a mi entender, percibir con acierto las diferencias cualitativas entre el deterioro económico de la zona euro y el estadounidense (donde la burbuja bursátil y el nivel de deuda de las empresas eran mayores) durante 2000 y buena parte de 2001. En ese período, el BCE, a pesar de las incertidumbres consustanciales a los primeros tiempos de una unión monetaria (como la dudosa fiabilidad de muchos indicadores económicos o el escaso conocimiento de los mecanismos de transmisión de la nueva política monetaria común) y del azote político-mediático al que se vio sometido, se mostró resuelto a retrasar una bajada de tipos hasta mayo de 2001 por entender que persistían los peligros sobre los precios. Es probable que episodios como éste hayan contribuido a que el banco central se forje una reputación anti-inflacionista, que más adelante permitirá al Consejo de Gobierno seguir con mayor atención las variables reales sin que por ello nadie sospeche que está descuidando su objetivo prioritario.

Por otra parte, en descargo de la institución rectora de la política monetaria de la UEM cabe señalar que, aunque la inflación ha rebasado a menudo el umbral del 2% desde enero de 1999, los principales factores que explican el elevado crecimiento de los precios son el incremento del precio del petróleo y la constante depreciación del euro (que no se ha corregido hasta hace muy poco), dos factores cuyo control escapa, cuando menos parcialmente, al ámbito de influencia del BCE.

En definitiva, tres años y medio de política monetaria única parecen ofrecer ya una perspectiva temporal suficiente para pergeñar una valoración razonable de la actuación del BCE. Para ello, deben tomarse en consideración elementos como la novedad del experimento, los conflictos de intereses entre los países miembros de la UEM y la

heterogeneidad de sus prácticas monetarias pasadas, la desaceleración económica de los dos últimos años (salpicada por los efectos de los atentados del 11-S), la depreciación del euro, los altos precios del crudo, así como la inevitable comparación con la Reserva Federal de Greenspan (que, por otra parte, quizá alentó con sus decisiones desde 1996 el crecimiento de la burbuja, como insinuaba L.A. Rojo en unas declaraciones recientes). Pues bien, después de todo, parece que el BCE se ha comportado de manera muy sensata, lo cual no significa que no exista margen para que el banco central mejore el manejo de la política monetaria (la eliminación del primer pilar es prioritaria). Habida cuenta de que estamos en la época final del curso académico, la actuación del BCE de 1999 a esta parte merece una buena calificación: yo le pondría un “notable”.