

# La política macroeconómica del euro: un balance crítico

GONZALO GARCÍA ANDRÉS\*

*En este artículo se evalúa la política macroeconómica haciendo uso de una perspectiva global que toma la economía de la zona euro como un todo. Los elementos fundamentales de análisis son los desarrollos recientes en la teoría macroeconómica y su aplicación a las políticas fiscal y monetaria, así como los resultados económicos de la zona.*

*La primera sección explica el régimen de política macroeconómica actual y sus fundamentos. La segunda sección relaciona los resultados económicos de la zona euro con la política macroeconómica aplicada. La tercera sección examina de forma crítica el diseño de la política monetaria, de la política fiscal y la combinación de políticas resultante, proponiendo líneas para una posible reforma. La última sección ofrece conclusiones de forma breve.*

*Palabras clave: integración monetaria, unión económica y monetaria, política monetaria, política fiscal, UE.*

*Clasificación JEL: F15.*



COLABORACIONES

## 1. Introducción

La entrada en vigor de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM) el 1 de enero de 1999 supuso la creación de un nuevo régimen de política económica para los países participantes. La integración monetaria se había entendido como el complemento natural del proceso de integración económica iniciado en los años cincuenta y profundizado a partir de 1985 con el Acta Única. No obstante, desde el punto de vista de la política económica, la forma de integrar una política monetaria única con políticas fiscales y de reforma estructural nacionales suponía un desafío intelectual y práctico notable.

Durante el período de génesis del proyecto (1989-1999), la atención se centró en definir la fórmula más adecuada de transición, concretada en los criterios que debían cumplir los Estados

que quisieran formar parte de la UEM. Se trataba de una cuestión de gran importancia política, pues de ella dependía el que la Unión Monetaria arrancara con un núcleo duro o que lo hiciera con un número mayor de Estados en el que estuvieran los países del sur. Sin embargo, no hay duda de que la cuestión del diseño de la política económica del euro (el modelo de política monetaria única y la coordinación de la política fiscal y de la política de reforma estructural) tenía una importancia mucho mayor para el bienestar a largo plazo de los europeos.

Los más de cuatro años transcurridos desde la creación del euro son ya tiempo suficiente para proceder a una primera evaluación del funcionamiento del régimen de política económica vigente.

## 2. Fundamentos del régimen de política económica de la zona euro

Para comprender el fundamento del régimen de política económica actual, es preciso remontarse a

\* Técnico Comercial y Economista del Estado.

junio de 1988, cuando el Consejo Europeo de Hannover encomendó a Jacques Delors la presidencia de un comité encargado de redactar un informe sobre el proyecto de UEM. El contenido del informe del comité, formado por los Gobernadores de los bancos centrales de los Estados miembros y tres expertos independientes, fue determinante pues se plasmó sin apenas modificaciones en el Tratado de Maastricht. La filosofía económica del Informe Delors alumbró no sólo un programa de transición a la UEM, sino también las bases del régimen de política económica de la nueva zona monetaria.

En el diseño concreto del régimen de política económica de la futura zona monetaria pesaron dos componentes:

- La presión de Alemania y el resto de países de su entorno de estabilidad. No estaban dispuestos a que la integración supusiera una relajación de la disciplina monetaria que condujera a mayores tasas de inflación y a mayores tipos de interés reales a largo plazo.

- El convencimiento generalizado de que el objetivo primordial debía ser asegurar una tasa de inflación baja (recordemos que los bancos centrales eran mayoría en el comité Delors).

El resultado fue un régimen de política económica basado en:

- Una política monetaria con el objetivo de mantener la estabilidad de precios. A pesar de establecer que «...sin perjuicio de este objetivo, el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad con el fin de contribuir a la realización de los objetivos comunitarios...», el Tratado de Maastricht consagró un mandato para la política monetaria con un único objetivo, sin incluir objetivos de niveles de empleo o de actividad como los incluidos en el mandato legal de la Reserva Federal.

- Un sistema de coordinación de las políticas económicas competencia de los Estados miembros en el seno del Consejo. El componente central de este sistema de coordinación es un conjunto de reglas de disciplina presupuestaria, que constituyen un mecanismo de coordinación de las políticas fiscales.

Dentro de la política monetaria única, un primer grupo de normas, que podríamos denominar

constitucionales, tiene por objeto asegurar que el manejo de la política monetaria no responde a criterios políticos o a las necesidades financieras públicas. Se escribió así en el Tratado la prohibición de la financiación monetaria de los déficit públicos y la obligación de garantizar la independencia política de los bancos centrales. La primera norma deriva de la relación entre el incremento de la base monetaria para adquirir pasivos emitidos por las administraciones públicas y la generación de inflación. Si se quería alcanzar la estabilidad de precios era preciso asegurar que los déficit públicos se iban a financiar con la apelación directa y exclusiva al ahorro del público.

La obligatoriedad de la independencia política del SEBC (que implica la del BCE y la de todos los Bancos Centrales Nacionales de los países participantes en el euro) fue una norma «constitucional» más controvertida. Su fundamento teórico provenía de los modelos del ciclo político (Nordhaus, 1975) y, sobre todo, de los modelos de inconsistencia temporal de la política monetaria (Kydland y Prescott, 1977, Barro y Gordon, 1983). Estos últimos plantean la política monetaria como un juego entre agentes con expectativas racionales y un banco central que optimiza una función de pérdidas dependiente de la inflación y el desempleo, en una economía descrita por una función de oferta de Lucas. El resultado del juego señalaba que cualquier intento del banco central de elevar el output o el empleo por encima de sus niveles naturales acababa generando un sesgo inflacionista y ninguna ganancia real. La conclusión apuntaba a la importancia de la credibilidad: cuanto mayor sea la aversión a la inflación del banco central percibida por los agentes, menor será el sesgo inflacionista.

La independencia del SEBC perseguía delegar las decisiones de política monetaria en agentes más aversos a la inflación que los gobiernos (Rogoff, 1985), con el objeto de asegurar un elevado nivel de credibilidad y una tasa de inflación lo más baja posible. La introducción en el Tratado de la independencia del SEBC con las mayores garantías frente a posibles interferencias fue una de las exigencias irrenunciables de los bancos centrales que participaron en el Comité Delors.



COLABORACIONES

El BCE (1) desarrolló el marco básico de la política monetaria única en 1998, elaborando una estrategia basada en:

- Una definición del objetivo de estabilidad de precios. El Índice Armonizado de Precios de Consumo debería situarse a medio plazo por debajo del 2 por 100 en tasa interanual.
- Dos pilares que proporcionan la información relevante para la adopción de decisiones de política monetaria, plasmadas en el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (tipo de interés de referencia).

El primer pilar se basa en la asignación de un papel prominente a la evolución de la cantidad de dinero en la explicación de la inflación. Se evalúa a través de un valor de referencia para el crecimiento interanual de la M3. Este valor de referencia se ha mantenido desde entonces en el 4,5 por 100, resultado de estimaciones de 2-2,5 por 100 para la tasa de crecimiento del PIB potencial y de 0,5-1 por 100 de descenso anual de la velocidad de circulación del dinero. Se entiende que siempre que la M3 crezca por encima del 4,5 por 100, puede indicar que la cantidad de dinero está creciendo por encima de la demanda real de dinero, anunciando un ajuste futuro a través de una subida de la inflación.

El segundo pilar contiene todo el resto de información relevante para conocer la evolución esperada futura de la inflación. En particular se trata de la evolución del PIB real y del PIB potencial, los costes y precios, los tipos de interés... etcétera.

El modelo de política monetaria adoptado por el BCE se puede interpretar como una síntesis de las prescripciones monetaristas y de la Nueva Macroeconomía Clásica (NMC), con una influencia notable del Bundesbank en su asimilación y formulación práctica. En efecto, las prescripciones del monetarismo anglosajón vinieron a reforzar y actualizar la visión de la política monetaria que aplicaba el Bundesbank, cuya trayectoria la con-

(1) Las decisiones sobre la política monetaria las adopta el Consejo de Gobierno, es decir, el BCE y los representantes de los bancos centrales nacionales de los países que participan en la Unión Monetaria. El BCE utiliza en sus publicaciones el término Eurosistema para referirse al conjunto BCE-BCNs participantes. Por simplificar, en el artículo se utiliza la referencia al BCE.

vertía en la más exitosa del continente. Esta filosofía hunde sus raíces en la teoría monetaria de la Escuela austríaca y encontró su traducción práctica en la política monetaria asociada al modelo de la economía social de mercado con el que Alemania consiguió su milagro económico en la posguerra. Sus principios básicos son el rigor anti-inflacionista aplicado mediante el control de la cantidad de dinero y el rechazo a una política monetaria activa para afectar a las variables reales.

La separación expresa de la información procedente de los agregados monetarios es una prueba inequívoca de la voluntad de mantener un esquema de política monetaria monetarista, heredando también la tradición del Bundesbank (2). A pesar de la definición de un objetivo de inflación, el énfasis en la cantidad de dinero aleja la estrategia del BCE del modelo de seguimiento directo de la inflación que habían adoptado durante los años noventa las autoridades monetarias de Reino Unido, Suecia y Nueva Zelanda.

La fidelidad a la doctrina monetarista no se plasma sólo en el primer pilar. La definición de estabilidad de precios a través un objetivo ambiguo y asimétrico, testimonia también una preferencia por una actitud no activista de la política monetaria, que enlaza con las prescripciones de Friedman. El BCE (2001) reivindica expresamente esta visión, como la mejor forma de responder a la incertidumbre que caracteriza su marco de actuación (3). Recuerda la vigencia del principio conservador de Brainard, que recomienda atenuar la reacción de la política monetaria a la nueva información y destaca la importancia que la literatura reciente atribuye a la robustez de las reglas de política monetaria ante distintos modelos.

El sistema de coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros debía constituir el complemento fundamental e imprescindible

(2) A pesar del seguimiento de la M3 convencionalmente atribuido al Bundesbank, CLARIDA, GALÍ y GERTLER (1997) demuestran que en realidad la política monetaria alemana ha seguido desde los años 80 una regla de política monetaria basada en un objetivo implícito de inflación.

(3) A la incertidumbre propia de la política monetaria, derivada de los datos sobre el estado de la economía, el mecanismo de transmisión y la interacción con los agentes privados, se añade, en el caso del BCE, la incertidumbre derivada del cambio estructural que supone la Unión Monetaria.



COLABORACIONES

ble a la política monetaria única, haciendo posible la Unión Económica. En su concreción final en el Tratado, la coordinación de la política económica excluye toda coordinación explícita de la política fiscal con la política monetaria, contemplando sólo el intercambio de información a distintos niveles (4).

Las reglas de política fiscal, introducidas en el artículo 104C y en el Protocolo sobre procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, contenían elementos de flexibilidad que evitaban una identificación automática de los criterios numéricos de déficit y deuda nominales con una situación de déficit excesivo. En efecto, se preveía tomar en cuenta el ritmo de reducción de la ratio de deuda pública, el carácter excepcional y temporal de un déficit superior al 3 por 100 y la relación de éste con los gastos de inversión, así como la situación económica y presupuestaria a medio plazo del Estado miembro. Con esta referencia, se estableció un procedimiento de supervisión multilateral de la política presupuestaria, con posibilidad de recomendación y sanción en caso de incumplimiento (5), en el que el ECOFIN decide por mayoría cualificada.

El fundamento económico de las limitaciones a la discrecionalidad de los Estados miembros en política fiscal es más difícil de entender a priori, cuando se recuerda que la integración monetaria convierte a la política fiscal en el instrumento más eficaz para que las autoridades económicas nacionales hagan frente a *shocks* asimétricos a los que la política monetaria única no va a responder. No obstante, existen dos tipos de razones económicas para establecer criterios de disciplina presupuestaria en una unión monetaria:

- Limitar el incentivo a aplicar políticas fiscales expansivas asociado al aumento de la elasticidad de la oferta de fondos prestables. Los Estados miembros que tenían que pagar elevadas primas de riesgo de cambio verían abaratado el coste de

financiación de sus déficit si conseguían entrar en la Unión Monetaria (UM). Estos incentivos podrían derivar en externalidades negativas, elevando los tipos de interés reales y en última instancia, la inflación en los países más estables y en el conjunto de la zona.

- Asegurar que la política fiscal, aun financiada de forma ortodoxa, no interfiere en el objetivo de estabilidad de precios. El estudio de la restricción presupuestaria intertemporal del Gobierno ha permitido concluir que los desequilibrios fiscales pueden generar inflación, incluso cuando el déficit se financia de forma ortodoxa. La primera formulación corresponde a la aritmética monetarista desagradable (Sargent y Wallace, 1981) y su desarrollo ha cristalizado en la teoría fiscal de la determinación del nivel de precios (6). Desde esta perspectiva, la fijación del límite del 3 por 100 del PIB para el déficit público puede entenderse como un instrumento para asegurar el cumplimiento de la condición de solvencia fiscal que permita preservar la independencia funcional del BCE.

Las autoridades económicas alemanas consideraron demasiado blando e impreciso el sistema de coordinación establecido en el Tratado de Maastricht e impulsaron su endurecimiento y clarificación. Este objetivo se hizo más importante a partir de 1995, cuando empezó a ganar verosimilitud la hipótesis de la participación de los países con menor tradición de estabilidad en la UM. Así surgió el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) (7) que añadió:

- Un nuevo objetivo político a medio plazo para asegurar la disciplina presupuestaria. Los Estados miembros se comprometían a mantener a medio plazo sus presupuestos cercanos al equilibrio o en superávit. Este objetivo permitiría la actuación de los estabilizadores automáticos sin que el déficit supere el 3 por 100. No se acompa-



COLABORACIONES

(4) El intercambio de información entre el Consejo y el BCE se realiza actualmente a través de la posibilidad de asistencia recíproca al ECOFIN y al Consejo de Gobierno, de manera informal en el Eurogrupo y de manera formal en el Comité Económico y Financiero.

(5) Los cuatro tipos de sanciones previstas no se aplican a los Estados miembros que no participan en la UEM.

(6) Ver WOODFORD (1995). Esta teoría entiende la condición de solvencia fiscal del gobierno como una condición de equilibrio que debe cumplirse siempre. Si la política fiscal no es lo suficientemente disciplinada para igualar el valor actual de los superávits futuros esperados al valor real de la deuda, entonces es la inflación la que se ajusta a través de las expectativas. Cuando esto sucede, el banco central pierde su independencia funcional, es decir, su capacidad efectiva para mantener la estabilidad de precios.

(7) Las disposiciones del PEC se detallan en una Resolución del Consejo Europeo de Amsterdam y los Reglamentos 1466/97 y 1467/97 del Consejo.

ña de un procedimiento «duro» de coordinación, pues su incumplimiento sólo puede dar lugar a una recomendación del Consejo.

- Elementos para reforzar el carácter disuasorio del procedimiento de déficit excesivo (8). González Ibán (2000) subraya que estos elementos iban destinados a dotar de mayor automatismo al procedimiento de déficit excesivo.

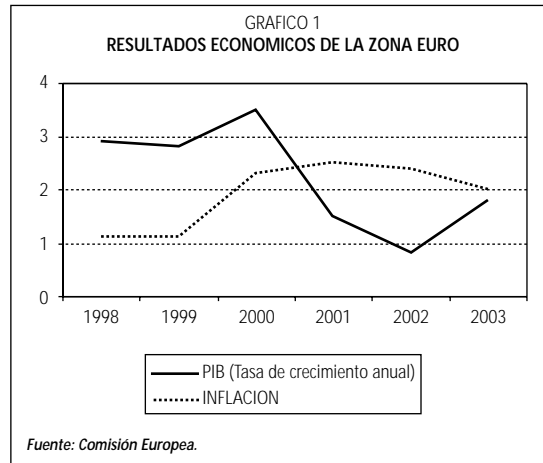
En definitiva, el régimen de política macroeconómica de la zona euro ha quedado configurado como la suma de una política monetaria única independiente y orientada a mantener la tasa de inflación por debajo del 2 por 100 y un sistema de coordinación *dura* de las políticas fiscales basado en la regla del déficit público nominal.

### 3. La evolución de la economía y las políticas económicas

Cuatro años es sin duda un período demasiado corto para evaluar los resultados económicos del régimen de política macroeconómica de la zona euro. No obstante, la proliferación de perturbaciones de distinta naturaleza y signo, así como la variación de las principales variables macroeconómicas permiten extraer algunas observaciones interesantes sobre la eficacia de las políticas aplicadas.

Se puede considerar, en una visión simplificada de la evolución del PIB real, que la economía de la zona euro ha experimentado un ciclo completo durante estos cuatro años. Después de crecer el 2,6 por 100 en 1999, se alcanzó un pico en 2000 con una tasa de crecimiento del 3,4 por 100, que se redujo abruptamente en 2001 hasta el 1,6 por 100, acentuándose dicha desaceleración en 2002, para el que la Comisión prevé un crecimiento de 0,8 por 100 (Gráfico 1).

Los dos primeros años se caracterizaron por una expansión robusta de la demanda interna (en torno al 3 por 100) y un crecimiento notable de las exportaciones (particularmente intenso en 2000). La tasa de inflación de partida era también especialmente baja, quedando en 1999 en el 1,1



por 100. El arranque de la UM se produjo así en condiciones externas extraordinariamente favorables: la inflación reflejó los bajos precios del petróleo en los años previos, mientras la demanda externa se vio favorecida por el fuerte dinamismo de la economía norteamericana.

No obstante, la economía de la zona euro tuvo que afrontar muy pronto dos perturbaciones negativas. En primer lugar, el precio del barril de crudo se triplicó entre principios de 1999 y el verano de 2000, provocando un *shock* de oferta negativo considerable. La elevación del precio relativo de la energía importada empeora la relación real de intercambio y afecta negativamente al saldo de la cuenta corriente, a los costes y a la demanda de trabajo. Dada la estructura de los mercados de trabajo europeos, que dificulta el ajuste a la baja de los salarios reales vía bajadas de salarios nominales, el impacto más directo de estos *shocks* de precios de la energía se siente en una elevación de la tasa de inflación. En efecto, la tasa de inflación alcanzó el 2,3 por 100 en 2000.

En el tercer trimestre de 2000 se inició la fuerte desaceleración del crecimiento del PIB de EEUU, que se convirtió en una corta recesión en 2001. Dado el peso de la demanda americana en la economía mundial, la interrupción brusca de la larga expansión de su economía durante los noventa produjo una crisis intensa en el comercio mundial, reduciendo la demanda externa en la zona euro. Las exportaciones y la inversión se debilitaron, mientras el consumo acusó el menor poder de compra asociado a la elevación de la inflación y el empeoramiento de las perspectivas



COLABORACIONES

(8) El nivel de referencia para el déficit se convierte en nivel absoluto, se acortan los plazos, se establecen sanciones pecuniaras con carácter general y los Estados miembros se comprometen a no alegar el carácter excepcional del déficit cuando el PIB haya caído en tasa anual menos del 0,75 por 100.

en el mercado de trabajo. La demanda interna redujo su aportación al PIB en casi dos puntos en 2001, provocando una intensa desaceleración, que en algunos Estados miembros rozó la recesión.

En 2002, la desaceleración se ha acentuado, pues a la debilidad de la inversión y del comercio mundial se ha añadido un sensible agotamiento del consumo ante el aumento del desempleo. Según las previsiones de la Comisión Europea, la demanda interna sólo va a aportar 0,3 puntos al crecimiento del PIB en 2002 y su debilidad hará difícil que el ritmo de expansión de la actividad vuelva a acelerarse hasta el segundo semestre de 2003. Por otra parte, la estrecha dependencia de los mercados de capitales europeos respecto de los americanos ha empeorado notablemente las condiciones financieras en la zona euro, elevando el coste de capital para las empresas y reduciendo la riqueza financiera de los hogares. La inflación no ha respondido de forma flexible a la desaceleración de la demanda y se ha mantenido por encima del 2 por 100, mostrando el carácter persistente de los efectos del shock de oferta sobre la inflación en algunos Estados miembros. La Comisión estima que la inflación bajará en 2003 hasta el 2 por 100, situándose en el 1,8 por 100 en 2004.

La política monetaria ha ajustado su signo a la evolución de la actividad y de la inflación. El BCE se estrenó con una reducción de medio punto en el tipo de interés de referencia, situándolo en el 2,5 por 100 en abril de 1999. Esta acción expansiva se justificó por el bajo nivel de la inflación y el impacto sobre algunas economías del euro de las crisis financieras en las economías emergentes.

En noviembre de 1999 el BCE inició una acción restrictiva que llevó los tipos de interés hasta el 4,75 por 100 en octubre de 2000. La subida de 225 puntos básicos en el tipo de interés de referencia se fundamentó en la aparición y posterior intensificación de riesgos para la estabilidad de precios, derivados de la confluencia de la expansión de la demanda y del *shock* de precios de la energía. Entre las causas de preocupación más citadas por el BCE destacaron la evolución de los salarios y la relajación de las políticas fiscales.

En mayo de 2001 el BCE rebajó un cuarto de punto el tipo de interés de referencia, juzgando

que los riesgos para la estabilidad de precios se estaban moderando. Este movimiento no tuvo continuidad inmediata y se juzgó más como un ajuste que como un cambio de orientación en respuesta al deterioro de las expectativas de crecimiento que se había producido durante los primeros meses de 2001.

Por último, entre el 30 de agosto y el 8 de noviembre de 2001, el BCE redujo el tipo de interés de referencia en 125 puntos básicos, respondiendo al fuerte empeoramiento de las perspectivas de crecimiento globales y al deterioro de la confianza que siguieron al 11-S. Durante el año 2002 no se han producido variaciones en el tipo de interés de referencia hasta el recorte de medio punto en el Consejo de Gobierno de 5 de diciembre. El BCE ha mantenido un tono de neutralidad en la política monetaria, juzgando que la resistencia a la baja de la inflación no ha dejado margen de maniobra para poder apoyar la recuperación de la actividad.

Para conocer la evolución de la política fiscal, utilizaremos el dato de déficit estructural ofrecido por la Comisión Europea. Nos centraremos en el impulso fiscal, calificando como restrictiva la política de aquellos años en los que la variación en el saldo estructural sea positiva.

Durante los tres primeros años, la política fiscal de la zona euro fue ligeramente expansiva, como muestra el aumento del déficit estructural en una décima por año. Se frenó así el proceso de consolidación fiscal que se venía produciendo desde 1996, desaprovechando la coyuntura favorable para aplicar una política contracíclica. Para 2002, las previsiones apuntan a un ligero incremento del déficit estructural, desde el 1,9 por 100 hasta el 2 por 100 del PIB, indicando un pequeño impulso anticíclico de la política fiscal, al coincidir con un deterioro sensible del crecimiento del PIB.

Si nos fijamos en los objetivos finales de la política económica, los resultados de la economía de la zona euro han sido relativamente decepcionantes. Estos objetivos se pueden asimilar a los fijados por el Consejo Europeo para la evolución real a medio plazo dentro de la estrategia de Lisboa (una tasa de crecimiento del PIB del 3 por 100 y pleno empleo), así como al fijado por el BCE para la inflación. Durante la primera parte



COLABORACIONES

del periodo, en la que el entorno externo tanto de demanda como de precios de la energía resultó favorable, se registró un avance significativo, haciendo compatible el crecimiento y la reducción del desempleo con una inflación inferior al 2 por 100. No obstante, el empeoramiento de las condiciones externas ha conducido a un crecimiento anémico y a un aumento del desempleo, mientras la inflación se va a situar por tercer año consecutivo por encima del objetivo del BCE.

A pesar de la dificultad de medir la eficacia de las políticas macroeconómicas, aislando su efecto sobre la economía del efecto de otros *shock*, el análisis de la evolución comentada parece mostrar una falta de capacidad de reacción de la política macroeconómica ante los *shock* adversos de demanda. La disección crítica del régimen de la política monetaria y de la política fiscal nos permitirá dilucidar qué tipo de problemas están detrás de esta incapacidad y cómo se puede abordar su corrección.

#### 4. Un análisis crítico de las políticas monetaria y fiscal

##### 4.1. Una política monetaria con un sesgo restrictivo

El BCE es la institución más representativa del nuevo régimen de política económica que alumbró el euro y también la más expuesta a la crítica. En nuestro análisis vamos a tomar en cuenta las opiniones expresadas por los economistas respecto al régimen de política monetaria del euro, en su mayor parte dentro del entorno de seguimiento que se ha creado alrededor del BCE (9).

Vamos a distinguir dos aspectos en el análisis crítico del régimen de política monetaria:

- *El aspecto técnico.* Se refiere a todos los elementos del proceso de toma de decisiones de política monetaria y a su instrumentación, incluyendo las relaciones del BCE con el exterior

(publicación de información, comunicación de decisiones). Responde al cómo se hace la política monetaria.

- *El aspecto político.* Tiene que ver con el objetivo de la política monetaria y en particular con el peso relativo de la inflación y de los niveles de producción y empleo en la toma de decisiones. Responde al qué hace la política monetaria.

##### *El aspecto técnico*

La forma de hacer política monetaria del BCE ha sido criticada en dos puntos fundamentales:

- La falta de transparencia y la deficiente política de comunicación.
- El carácter distorsionador e innecesario del primer pilar.

Uno de los rasgos característicos de la política monetaria moderna es la transparencia. Se trata de una de las prescripciones heredada de la literatura sobre inconsistencia temporal; es fundamental que los agentes conozcan cómo se toman las decisiones y conforme a qué preferencias. La política monetaria será así más eficaz y más predecible si logra que los agentes integren en sus expectativas los objetivos del banco central. Los bancos centrales han ido adoptando estándares de transparencia cada vez más exigentes, que incluyen la publicación de boletines periódicos con un análisis de la evolución económica, la publicación de las actas de los comités de política monetaria y la publicación de previsiones macroeconómicas.

El BCE se situó en una línea intermedia dentro del espectro de transparencia. Como factores positivos se pueden citar las comparencias frecuentes ante la prensa del Presidente tras las reuniones del Consejo de Gobierno y la publicación de un boletín económico mensual. No obstante, se ha demandado la adopción de medidas adicionales de transparencia. El BCE ha reaccionado positivamente ante algunas demandas (comenzando a publicar proyecciones macroeconómicas desde diciembre de 2000) y negativamente ante otras (como la publicación de las actas de los Consejos de Gobierno).

También se ha criticado la forma de explicar tanto las decisiones adoptadas como la orientación de la política monetaria futura. En varias



COLABORACIONES

(9) El CEPR publica anualmente un volumen titulado *Monitoring the ECB*. En España se ha constituido un Observatorio del BCE ([www.obce.org](http://www.obce.org)). Varios economistas contribuyen con notas y trabajos al diálogo monetario por el que el Presidente del BCE comparece trimestralmente ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo.

ocasiones los mercados han tenido dificultades para interpretar el mensaje lanzado por el BCE, provocando perturbaciones en los precios de los activos (10).

En nuestra opinión, los problemas de transparencia y de comunicación son relativamente normales tratándose de una institución joven y no representan una deficiencia fundamental del régimen de política monetaria. Sería deseable que el BCE fuera adoptando paulatinamente medidas adicionales de transparencia (11), cuando no provoquen distorsiones (como sería el caso de la publicación de las actas, debido a la asistencia de los Gobernadores de los bancos centrales nacionales), pues contribuirían a mejorar la eficacia y la evaluación de la política monetaria. Respecto a la comunicación, se trata de ir aprendiendo con el tiempo, tanto por parte del BCE como por parte de los agentes. Aun así, podría argumentarse que los problemas de comunicación son manifestaciones de problemas de tipo político (en el sentido en que entendemos «político» aquí).

Las distorsiones introducidas por el primer pilar en la estrategia de política monetaria han sido subrayadas de forma constante por los economistas que siguen al BCE (12). El argumento fundamental es que el carácter predictivo de la M3 para la evolución futura de la inflación es muy pobre tanto desde el punto de vista teórico como empírico, en los horizontes de uno a tres años que son relevantes para la conducción de la política monetaria. La existencia de una relación estable y positiva a largo plazo entre la evolución de la M3 y de la tasa de inflación no es suficiente para justificar su uso privilegiado como fuente de información para la toma de decisiones de política monetaria.

La M3 y la inflación son variables endógenas, con lo que su elevada correlación a largo plazo no nos dice nada sobre el sentido de la causalidad a corto plazo. Por otra parte, la M3 sería un buen

(10) El episodio de incomprensión más importante se produjo en mayo de 2001, cuando el BCE bajó 0,25 puntos tras varios mensajes considerados «duros».

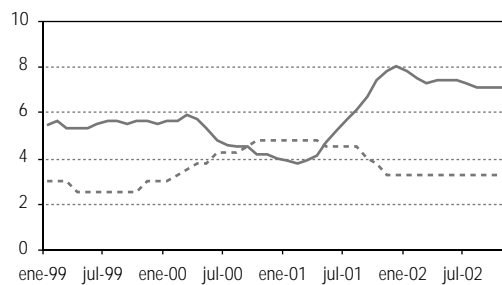
(11) SVENSSON (2002) considera necesario que se publique incluso la función de pérdidas sociales que utiliza la autoridad monetaria y por tanto, su preferencia relativa por la estabilización de la inflación y del *output gap*.

(12) Ver SVENSSON (2002) y BEGG *et al.* (2002).



COLABORACIONES

GRAFICO 2  
LA IRRELEVANCIA DEL PRIMER PILAR



Fuente: Comisión Europea.

predictor de la inflación si la demanda de saldos reales fuera estable a corto plazo. Pero no hay evidencia suficiente de que la demanda de saldos reales de la zona euro sea estable a corto plazo, lo que convierte a la M3 en un predictor de la inflación muy inferior al *output-gap*, la inflación actual o a la brecha de saldos reales (la diferencia entre el *stock* actual de saldos reales y el *stock* de equilibrio de saldos reales).

El reconocimiento de la pérdida de estabilidad de la demanda de dinero y de su menor relación con la demanda nominal ha llevado a los bancos centrales a abandonar progresivamente estrategias de política monetaria que asignan un papel prominente y público a los agregados monetarios.

El potencial perturbador del primer pilar es grande, pero depende de cómo lo utilice el BCE. Si la evolución del primer pilar hubiera pesado mucho en las decisiones de política monetaria, entonces se hubiera corrido el riesgo de tomar decisiones erróneas, confundiendo movimientos en la M3 con cambios en el balance de riesgos para la estabilidad de precios. No obstante, como muestran Begg *et al.* (2002), el BCE ha ignorado en gran medida la información del primer pilar en sus movimientos del tipo de interés de referencia. En particular, la aceleración de la M3 a partir de mediados de 2001 coincide con una relajación de la política monetaria (Gráfico 2).

El análisis de las críticas al primer pilar nos lleva a dos conclusiones. La primera es que sus efectos negativos se han visto muy atenuados porque el BCE ha concedido escaso peso a la infor-



mación que ha suministrado. La segunda es que, ya que no ha sido esencial para la toma de decisiones, lo más sensato es que el BCE suprimiera la estructura en dos pilares de su política monetaria, integrando en un solo pilar toda la información relevante para conocer la evolución futura de la inflación. Este cambio equivaldría a adoptar una estrategia de seguimiento directo de la inflación, que se ha convertido en la forma más razonable y eficaz de instrumentar la política monetaria en las economías desarrolladas.

### *El aspecto político*

La otra crítica fundamental dirigida al BCE se refiere al escaso peso de la actividad y del empleo en sus decisiones de política monetaria. A primera vista, esta crítica puede parecer irrelevante, una vez que se reconoce que la estabilidad de precios se ha convertido en los últimos años en el objetivo fundamental de la política monetaria. Sin embargo no lo es en absoluto, pues la preocupación común de los bancos centrales por el objetivo de estabilidad de precios es compatible con distintos grados de atención a los objetivos de actividad y de empleo.

La presencia de la producción y el empleo en los objetivos implícitos o explícitos de los bancos centrales responde a una visión general ampliamente compartida de la relación entre la política monetaria y las variables reales (13). En el largo plazo, la política monetaria no tiene capacidad para afectar a variables reales como la tasa de crecimiento del PIB o la tasa de desempleo, y sólo afecta a las variables nominales. Si un banco central mantiene de forma recurrente el tipo de interés por debajo del tipo de interés natural (el necesario para mantener la demanda en el nivel del producto potencial), el resultado será una inflación creciente y ninguna mejora en los niveles de producción o de empleo (o si acaso un empeoramiento por la atrofia que produce la inflación en el funcionamiento del sistema de precios relativos). La neutralidad del dinero en el largo plazo

(13) SVENSSON (2002) para una excelente explicación de la relación entre la política monetaria y las variables reales y nominales.

nos recuerda que no es posible aumentar la renta real de una economía creando dinero.

No obstante a corto y medio plazo, la demanda agregada desempeña un papel fundamental en la determinación de la producción y el empleo. La política monetaria afecta a la evolución de la demanda agregada y tiene efectos sobre la producción y los precios. El reparto de una expansión monetaria sobre la producción y los precios es desde Friedman una de las cuestiones más polémicas y trascendentes en la teoría macroeconómica. Está directamente relacionada con el debate sobre la forma de la curva de oferta agregada y la relación entre la inflación y la producción/desempleo. La diferente concepción de la oferta agregada ha sido el núcleo de la confrontación académica entre la teoría macroeconómica neoclásica y keynesiana.

Dicha confrontación se inicia en el ámbito macroeconómico con Keynes, que cuestiona el análisis neoclásico según el cuál la producción y el empleo se determinan en el mercado de trabajo a partir de factores exclusivamente reales, basándose en el efecto de la rigidez de los salarios monetarios sobre las decisiones de producción de las empresas. En los años cincuenta y sesenta, la visión de Keynes sobre la oferta agregada se desarrolla y refina, plasmándose en la Curva de Phillips (Samuelson y Solow, 1960), cuya estabilidad ofrecía a las políticas de estabilización fiscal y monetaria posibilidades de actuación extraordinarias, al conocer de antemano el reparto de las variaciones de la demanda nominal entre producción y precios.

La crítica monetarista a la Curva de Phillips condujo el debate al ámbito del análisis microeconómico de las decisiones de oferta de trabajo y de oferta de bienes en distintas estructuras de mercado y condiciones de información. El perfeccionamiento del enfoque monetarista por la NMC mediante el uso de agentes con expectativas racionales en un marco de competencia perfecta e información incompleta produjo de nuevo una curva de oferta agregada vertical, que hacía ineficaz la política monetaria sistemática. La influencia de esta visión de la oferta agregada desacreditó la capacidad estabilizadora de la política monetaria y dirigió el interés hacia aspectos téc-



COLABORACIONES

nicos relacionados con la credibilidad de los bancos centrales. Adicionalmente, la NMC abandonó la línea de investigación del ciclo monetario de Lucas y se centró en los factores reales como generadores de las fluctuaciones cíclicas, desarrollando los modelos del ciclo real.

No obstante, la reacción de la economía keynesiana ante las tesis de ineficacia de la política monetaria se produjo con rapidez. Las aportaciones de Fischer (1977), Taylor (1980) y Calvo (1983) inician un programa de investigación cuyo objetivo es explicar con fundamentos microeconómicos rigurosos (agentes con expectativas racionales en un contexto intertemporal) la rigidez nominal que provoca la no-neutralidad del dinero y la eficacia de la política monetaria (14). El trabajo teórico y empírico sobre la base de estas aportaciones seminales ha sedimentado en una nueva concepción de la oferta agregada a corto plazo, en la que la interacción de empresas maximizadoras de beneficios en mercados de competencia monopolística, costes de ajuste en los precios y rigideces reales genera de nuevo una relación inversa entre inflación y producción, representada a través de una Curva de Phillips de Nueva Economía Keynesiana (NEK).

El punto de partida es la consideración de empresas en un marco de competencia monopolística que ajustan la producción a la demanda y que fijan sus precios:

- Atendiendo a sus expectativas sobre la evolución del coste marginal y de la demanda
- Durante varios periodos, debido a la existencia de costes de ajustar los precios

El resultado es una nueva Curva de Phillips que adopta la siguiente forma:

$$\pi_t = \lambda E_t \pi_{t+1} + \varphi (y_t - y_t^*) + x_{\pi t}$$

La inflación en el período  $t$  depende de la inflación esperada en  $t+1$ , del *output gap* y de un *shock* exógeno sobre los costes. El parámetro  $\lambda$  cumple  $0 < \lambda < 1$  y su valor se suele considerar

(14) MANKIWI y ROMER (1996) señalan que las dos ideas que aglutinan a los nuevos economistas keynesianos son la no-neutralidad del dinero y la importancia de las imperfecciones del mercado en la propagación de las fluctuaciones macroeconómicas.

próximo a 1. El valor de  $\varphi$  muestra la sensibilidad de la inflación al *output gap*, entendida como la velocidad de ajuste de los precios.

El ajuste gradual de los precios supone que los *shock* monetarios pueden mantener a la economía alejada de su nivel de producción potencial durante varios periodos, lo que confiere a la política monetaria capacidad para estabilizar la producción.

La introducción de la Curva de Phillips de la NEK en los modelos macroeconómicos ha sido clave en la revitalización de la investigación sobre la política monetaria experimentada en los últimos diez años. Ha permitido analizar la capacidad estabilizadora de la política monetaria en un marco más riguroso y sofisticado y con mayor relevancia empírica (15).

La interacción entre nuevos modelos macroeconómicos y su uso para estudiar la política monetaria ha sido extraordinariamente fecunda a distintos niveles. Por una parte, la combinación de la oferta agregada de la NEK con la estructura de equilibrio general dinámico estocástico de los modelos del ciclo real permite construir modelos de Nueva Síntesis Neoclásica (Goodfriend y King, 1997). La competencia monopolística y los costes de ajustar los precios hacen que la producción se determine a corto plazo por la demanda agregada, que puede ser influenciada por la política monetaria. A largo plazo, la producción y el empleo se determinan por factores reales ligados a la oferta y a las respuestas optimizadoras de los agentes a los *shocks*. Esta síntesis permite incluso plantear un nuevo modelo IS-LM (King, 2000). Los bancos centrales también parecen haber aceptado que la Nueva Síntesis Neoclásica es el mejor instrumento analítico para representar el funcionamiento agregado de la economía, pues los modelos macroeconómicos (16) básicos que utilizan para evaluar los efectos de sus decisiones tienen estos rasgos.

La literatura específica sobre política monetaria ha desarrollado modelos más simplificados

(15) NEISS y NELSON (2002) para una revisión de la evidencia empírica sobre la Curva de Phillips de la Nueva Economía Keynesiana.

(16) Tanto el modelo FRB-US que utiliza la Reserva Federal, como el modelo que utilizan el Banco de Inglaterra y el BCE tienen características del tipo Nueva Síntesis Neoclásica.



COLABORACIONES

(17), basados en la combinación de una Curva de Phillips de Nueva Economía Keynesiana y una regla de política monetaria que se puede expresar de forma general como:

$$i_t = \rho + \pi^* + \alpha (E_t \pi_{t+j} - \pi^*) + \beta (E_t y_{t+j} - y_{t+j}^*)$$

El tipo de interés nominal  $i_t$  que fija el banco central es igual al tipo de interés real a largo plazo  $\rho$  (el tipo de interés natural), más la tasa de inflación objetivo a largo plazo  $\pi^*$ , más un múltiplo  $\alpha > 0$  de la diferencia esperada entre la inflación en  $t+j$  y el objetivo de inflación, más un múltiplo  $\beta > 0$  del output gap esperado en  $t+j$ . Esta regla, que es una versión avanzada de la planteada inicialmente por Taylor (1993), indica que el banco central modifica los tipos de interés para mantener la inflación cercana a su objetivo y para minimizar la variabilidad del *output gap*. Las reglas de política monetaria se han utilizado de forma positiva (para describir el comportamiento de los bancos centrales y analizar cuestiones como la existencia de equilibrios múltiples o la robustez de la política monetaria ante distintos modelos de la economía) y de forma normativa, para lo cual se complementa el modelo con una función de pérdidas de la autoridad monetaria dependiente de la inflación y el *output gap*.

El problema de la política monetaria óptima es entonces minimizar la función de pérdidas del banco central sujeta a la restricción de la Curva de Phillips. Los parámetros  $\alpha$  y  $\beta$  indican el peso relativo que atribuye el banco central al objetivo de inflación respecto a la estabilización del *output gap*. Siguiendo nuestro enfoque, estos parámetros serían los elementos definidores del componente político de la política monetaria.

Los nuevos modelos han permitido asentar y desarrollar las prescripciones técnicas derivadas de la NMC, en particular la importancia de las expectativas de inflación y de la credibilidad (que, junto con las transformaciones en los sistemas financieros, ha sido un acicate para extender el seguimiento directo de la inflación). No obstante, han desechado la prescripción política de la NMC, que consideraba ineficaz e

innecesaria la función estabilizadora de la política monetaria.

La conclusión esencial para nuestro análisis de esta nueva literatura es la posibilidad de que la política monetaria desempeñe un papel estabilizador de la producción a corto plazo compatible con la estabilidad de precios. Lo cual no supone en modo alguno una vuelta a una concepción ingenua de la política de estabilización, que no tome en cuenta los riesgos y las limitaciones de dicha política. La falta de información respecto al estado de la economía, respecto al funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria y respecto a la reacción de los agentes siguen siendo restricciones a cualquier tipo de política monetaria, con las que los bancos centrales tendrán que lidiar. Pero se resalta la potencialidad de la política monetaria como instrumento de la política macroeconómica capaz de hacer compatible una inflación baja y estable con un nivel de producción y de empleo cercano al potencial.

La influencia de la nueva «ciencia de la política monetaria» (Clarida, Galí y Gertler, 1999) sobre su conducción en la realidad por los bancos centrales ha sido muy considerable. En particular, el análisis de la política monetaria desempeñada por los bancos centrales de las tres principales zonas monetarias a partir de 1979 indica que han practicado, de forma más o menos abierta, un seguimiento directo flexible de la inflación. Es decir, han modificado los tipos de interés de referencia para mantener la tasa de inflación alrededor de un nivel objetivo, tratando al mismo tiempo de minimizar la variabilidad del *output gap*.

Sin embargo, el modelo de política monetaria del BCE no ha asimilado una parte fundamental de las conclusiones de la investigación reciente, ni las experiencias exitosas de los bancos centrales que las han aplicado. La tesis que vamos a desarrollar aquí es que la política monetaria del BCE tiene un sesgo restrictivo que impide aprovechar su capacidad para mantener la producción de la zona euro en un nivel cercano a su potencial. Esta opción política está produciendo probablemente resultados económicos subóptimos.

Los bancos centrales de las economías anglosajonas han asumido la necesidad de que la política monetaria combine la estabilidad de precios



COLABORACIONES

(17) CLARIDA, GERTLER y GALÍ (1999)

con la estabilización del *output gap*, utilizando la credibilidad como la mejor arma para conciliar los dos objetivos. Este modelo de política monetaria, muy conectado con los avances en la investigación teórica y empírica, así como con una tradición pragmática de la política de estabilización, se ha plasmado en diferentes estrategias. La Reserva Federal, que presenta durante los años noventa unos resultados de crecimiento e inflación extraordinarios, no ha hecho explícito el seguimiento de objetivos de inflación, pero su política parece ajustarse a una regla que da un peso considerable a la estabilización del *output gap* (18).

Menos controvertida es la trayectoria del Banco de Inglaterra, que con un nuevo modelo de objetivos directos de inflación y de independencia parcial (19), ha contribuido a mantener un largo período de crecimiento en torno a la producción potencial con una tasa de inflación muy baja. En este caso, la estrategia sí refleja de forma concreta la función estabilizadora de la política monetaria, a través de un objetivo de inflación del 2,5 por 100 con una franja de error de un 1 por 100 por arriba y por abajo.

El BCE no ha asimilado en su concepción de la política monetaria la revitalización de la función estabilizadora de ésta y el reconocimiento de la compatibilidad entre la estabilidad de precios y la estabilización real. Esta actitud responde a la filosofía de política monetaria que defiende y se ha plasmado:

- En el diseño de la estrategia de política monetaria, basada en una definición de estabilidad de precios ambigua y asimétrica que implica un sesgo restrictivo.
- En una utilización flexible en la práctica de dicha estrategia.
- En una explicación de las decisiones de política monetaria que no reconoce su capacidad de estabilización de las variables reales.

(18) BALL y TCHAIKZE (2002) estiman una regla de política monetaria para el período 1987-1996 por la que la Reserva Federal baja los tipos de interés entre 1,6 y 2 puntos ante un aumento de un punto en la tasa de desempleo.

(19) Es el Gobierno quien fija el objetivo de inflación y el Banco Central debe dar explicaciones cuando la inflación se desvía durante más de un año.

La fijación de un objetivo de la forma *x menor o igual que* tiene dos problemas:

- No permite conocer cuál es el nivel de inflación objetivo para el BCE. Se renuncia así a los beneficios que proporciona un ancla nominal para fijar las expectativas de los agentes. En mensajes recientes, el BCE ha dado a entender que su nivel de referencia para la inflación puede situarse en torno al 1,5 por 100 (20).
- No plantea límite explícito alguno a las políticas restrictivas, pues siempre se puede justificar una subida de tipos de interés, y sin embargo deja un margen muy estrecho para rebajar los tipos de interés cuando el PIB crece por debajo de su nivel potencial.

En segundo lugar, el límite superior fijado para la tasa de inflación armonizada es demasiado ambicioso para una economía como la de la zona euro, con notables divergencias internas en la formación de precios y costes y en la dinámica de la inflación (21). Resulta dudoso que los beneficios de mantener una inflación inferior al 2 por 100 compensen los costes en términos de producción y empleo asociados al sesgo restrictivo de la política monetaria necesaria para alcanzarla.

Es cierto, como señalan Alesina et al (2001) y Sebastián (2002), que el BCE ha sido flexible en la interpretación práctica de su estrategia de política monetaria. Utilizando una estimación de la regla de política monetaria que se corresponde con la estrategia, los tipos de interés se han situado en un nivel menor del que indicaría la regla. Prueba de ello es que durante 2001 y 2002, ha tolerado una inflación superior a su objetivo a medio plazo sin subir los tipos de interés e incluso bajándolos. El seguimiento estricto de la estrategia del BCE hubiera recomendado un endurecimiento de la política monetaria en un contexto de fuerte desaceleración de la actividad en gran parte de la zona euro, cuya racionalidad económica hubiera sido difícil de explicar.

En todo caso, la política monetaria no ha reaccionado suficientemente al *shock* de demanda negativo que ha experimentado la zona euro a partir de principios de 2001, permitiendo que el *out-*

(20) SVENSSON (2002) e ISSING (2002)

(21) GALÍ, GERTLER y LÓPEZ-SALIDO (2001)



COLABORACIONES

*put gap* volviera a niveles negativos considerables. La persistencia de la inflación generada por el *shock* de costes de 1999 y 2000 en una parte de la economía ha evitado que la tasa global de inflación haya descendido conforme lo hacía el *output gap*. El BCE ha renunciado a bajar significativamente los tipos de interés en respuesta a la esperada caída de la tasa de crecimiento del PIB, otorgando mayor peso a la rigidez a corto plazo de la inflación que al deterioro de la actividad esperado. La autoridad monetaria ha mostrado así la asimetría en su percepción de los riesgos y en la eficacia de su política: los tipos de interés se ajustaron rápida e intensamente a la aceleración de la actividad y el *shock* de costes desde noviembre de 1999; por el contrario, han bajado tarde y de forma escasa para contrarrestar el *shock* de demanda de 2001 y su acen-tuación y propagación en 2002.

El mantenimiento de un objetivo de inflación igual o inferior al 2 por 100 y su interpretación asimétrica limitan las posibilidades de actuación de la política monetaria para reaccionar a *shocks* negativos de demanda. Este grave problema se plantea en particular cuando tras un *shock* negativo sobre los costes (la subida del precio del petróleo) se produce un *shock* de demanda asimétrico, como ha sucedido recientemente. El ajuste lento de precios y costes a la menor demanda en una parte de la economía impide que la inflación llegue a los niveles que el BCE considera seguros para activar una política expansiva. A la vista de las condiciones geopolíticas y de la creciente influencia de los ciclos financieros sobre el ciclo real, no es descartable que la economía de la zona euro se vea sometida en el futuro a esta combinación de *shock*.

El BCE ha justificado esta actitud pasiva y asimétrica a través del mensaje que transmite por distintos canales, basándose en las siguientes ideas:

- La mejor contribución que puede hacer la política monetaria al crecimiento es mantener la estabilidad de precios.
- No se le puede pedir al BCE que baje los tipos de interés para estimular la demanda y el PIB porque no es su tarea y sería contraproducente.
- El nivel de los tipos de interés no supone una restricción al crecimiento, dado que se sitúan en niveles históricamente bajos.

- La solución al estancamiento económico es profundizar en la consolidación presupuestaria y en las reformas estructurales en los mercados de bienes, servicios y factores.

- Las bajadas de tipos de interés agresivas en respuesta al deterioro de las perspectivas de crecimiento puede provocar efectos perturbadores y generar riesgos a la estabilidad de precios en el futuro.

Esta filosofía económica es equivocada, pues no reconoce la capacidad estabilizadora de la política monetaria y descarga al BCE de la responsabilidad de hacer compatible la estabilidad de precios con un nivel de actividad cercano al potencial. Es cierto que el nivel de los tipos de interés no ha sido la causa del estancamiento económico, pero el problema es que no se ha aprovechado la facultad de bajarlos para evitar una desaceleración de la actividad y de la creación de empleo. Por último, no es coherente defender la prudencia y el no activismo sólo respecto a una política expansiva, pues la incertidumbre respecto a los efectos y las posibles perturbaciones son iguales o potencialmente más graves cuando se aplican políticas restrictivas; y en ese caso, el BCE ha mostrado, con pleno acierto, un activismo considerable.

La política del BCE y la filosofía que la sustenta distan mucho de generar resultados óptimos para la economía de la zona euro. La fijación de unos objetivos innecesariamente ambiciosos de inflación, combinada con su persecución flexible en la práctica y una negación de la función estabilizadora de la política monetaria resulta inadecuada para responder a contextos macroeconómicos complejos como el que caracteriza la zona euro.

La credibilidad de la política del BCE, que sin duda es el objetivo fundamental que trataba de alcanzar al definir la estrategia de política monetaria, se encuentra dañada por esta actitud de pasividad. Porque la credibilidad no supone sólo transmitir a los agentes una determinación anti-inflacionista, lo cual parece ya conseguido a tenor de las bajas expectativas de inflación a medio y largo plazo contenidas en los precios de los bonos. Consiste en difundir unos objetivos y una forma de alcanzarlos claros, para que las expecta-



COLABORACIONES

tivas contribuyan a ello; no sólo en materia de inflación, sino en materia de PIB. Es decir, es necesario que los agentes confíen en que el BCE va a hacer lo necesario para que la inflación se sitúe en el nivel objetivo. Pero también es fundamental que los agentes confíen en que el BCE va a hacer lo posible porque la producción no se separe de forma notable de su nivel potencial.

### *Ideas para una reforma*

De acuerdo con el análisis anterior, consideramos que urge una reforma del modelo de política monetaria del BCE. Dicha reforma consistiría en:

- La desaparición del primer pilar, concentrando en un único pilar toda la información relevante para conocer la evolución futura de la inflación.
- La definición de la estabilidad de precios mediante un objetivo de inflación no ambiguo y simétrico. Proponemos que dicho objetivo se sitúe en el 2,5 por 100.

El cambio en la definición de la estabilidad de precios es el elemento fundamental de la reforma, pues afecta a un objetivo central de la política económica y a su relación con los objetivos de producción y empleo.

Un objetivo de inflación del 2,5 por 100 ampliaría considerablemente la posibilidad de aunar el mantenimiento de la inflación en torno al objetivo con el mantenimiento del PIB cercano a su nivel potencial, incluso cuando la distinta persistencia por áreas de *shock* de costes limite la velocidad de ajuste de la inflación. Daría margen al BCE para elegir el ritmo de acercamiento al objetivo a medio plazo de inflación, pudiendo aceptar tasas de inflación menores al 2,5 por 100 cuando sean compatibles con niveles de actividad cercanos al potencial.

La aplicación de esta reforma permitiría robustecer la credibilidad del BCE, contrariamente a lo que argumentan las voces opuestas a cambios en el modelo de política monetaria actual. Existe una percepción muy extendida tanto entre los economistas académicos como entre los analistas de los mercados financieros de que la filosofía actual del BCE no permite alcanzar un equilibrio razonable entre baja inflación y actividad cercana al nivel potencial. La reforma que proponemos permitiría

alcanzar una combinación de resultados de inflación y variables reales más satisfactoria y la credibilidad del BCE saldría reforzada. Los aspectos técnicos relacionados con la comunicación mejorarían, al reconocer la capacidad de estabilización de la política monetaria y poder explicar mejor las decisiones tomadas.

Los cambios propuestos en la estrategia de política monetaria pueden realizarse a corto plazo sin problemas institucionales o políticos, ya que sólo requieren un acuerdo del Consejo de Gobierno del BCE. No obstante, consideramos que es necesario iniciar una reflexión, con una perspectiva más de medio plazo, sobre la conveniencia de delegar en el BCE la decisión sobre el objetivo de inflación.

La definición del objetivo tiene un componente técnico importante, pero unido a un componente político esencial, que tiene implicaciones fundamentales para el bienestar de los ciudadanos. La referencia que el Tratado hace a la estabilidad de precios da cabida a modelos de política monetaria muy distintos, con distintas combinaciones de objetivos de inflación y variables reales. No parece razonable, ni desde el punto de vista técnico ni desde el punto de vista político, asignar una decisión de este calibre en exclusiva a la institución encargada de alcanzarlo.

Sería preferible que este objetivo esencial se fijara a través de un proceso en el que participaran las instituciones políticas con legitimidad democrática directa de la Unión Europea. Proponemos que el objetivo de inflación sea el fruto de un acuerdo entre el Consejo de Gobierno del BCE y los Ministros de Economía y Finanzas de los Estados miembros del euro, que debería ser ratificado por el Parlamento Europeo. Este cambio, que probablemente habría que introducir en el Tratado, no supondría un menoscabo de la independencia del Sistema Europeo de Bancos Centrales, entendiendo ésta como la facultad de adoptar con plena autonomía las decisiones para el cumplimiento de sus objetivos. Simplemente haría posible que la fijación de un parámetro esencial para la política económica se hiciera a través de un procedimiento abierto y público en el que la visión de los bancos centrales pudiera contrastarse con otras visiones económicas y políticas.



COLABORACIONES

El acuerdo sobre el objetivo de inflación permitiría integrar a la política monetaria dentro de los objetivos globales de la política económica de la zona euro, otorgando una mayor legitimidad política al BCE. La autoridad monetaria debería rendir cuentas al Parlamento (como ya hace) y a los Ministros respecto al cumplimiento del objetivo de inflación, como hace cualquier otra institución pública respecto del cumplimiento de sus fines.

#### 4.2. La crisis del PEC: ¿reforma o refundación?

La miopía de sus promotores ha hecho del PEC un sistema de coordinación económicamente burdo que no permite alcanzar satisfactoriamente los complejos objetivos de las políticas fiscales nacionales en la UM. El objetivo de la disciplina presupuestaria sostenible es fundamental y necesario, pero el PEC no cuenta con los instrumentos de análisis ni con el enfoque de la coordinación adecuados para alcanzarlo sin generar efectos económicos adversos. Estas carencias de racionalidad económica han provocado una crisis del PEC en el segundo semestre de 2002. La Comisión Europea, ha propuesto una reforma, al constatar el debilitamiento del apoyo político al PEC y el cuestionamiento de su credibilidad y eficacia (22).

Debemos recordar que la política fiscal es el único instrumento de política macroeconómica del que disponen los Estados miembros de la UM para influir en la demanda agregada y uno de los instrumentos esenciales de su política de oferta. En efecto, el presupuesto permite afectar a la demanda agregada tanto a través de los estabilizadores automáticos como a través de medidas discrecionales. Asimismo, los cambios en el diseño de la estructura tributaria y en la composición del gasto público tienen efectos sobre la oferta agregada.

(22) «Comunicación sobre el reforzamiento de la coordinación de las políticas presupuestarias» (2002). Tras revisar las dificultades para la aplicación práctica del PEC, hace cinco propuestas para mejorar su interpretación y fija un programa de cuatro puntos para la reforma que debería rubricarse en el Consejo Europeo de la primavera de 2003.

Por lo tanto, el sistema de coordinación debe combinar el mantenimiento de la disciplina fiscal necesaria para asegurar la independencia funcional del BCE (23) y evitar externalidades negativas con un sistema de incentivos flexible que permita utilizar de forma apropiada la política fiscal tanto con objetivos de estabilización de la demanda como con objetivos de oferta. Para maximizar la contribución de las finanzas públicas al crecimiento y al bienestar (que debe ser el objetivo último del PEC), es preciso que las políticas fiscales puedan hacer compatible la estabilidad con la contribución a la elevación del potencial de crecimiento y al mantenimiento de la producción en torno a su nivel potencial.

En primer lugar, debería potenciarse la función estabilizadora de las políticas fiscales nacionales en un doble nivel. Por una parte, existe consenso sobre la necesidad de permitir que los estabilizadores automáticos desempeñen su función estabilizadora (Auerbach, 2002), en respuesta tanto a *shocks* globales como a *shocks* asimétricos. Esta idea se refleja ya en el diseño original del PEC.

No obstante, también sería deseable que los Estados Miembros pudieran utilizar la política fiscal discrecional, tanto para responder a *shock* asimétricos como para ajustar su combinación de políticas cuando el signo de la política monetaria sea manifiestamente inadecuado. Es cierto que, aunque se haya empleado extensamente durante los años noventa tanto en Europa como en Estados Unidos, la política fiscal discrecional no goza de buena reputación entre los economistas. El análisis de Auerbach (2002) indica que la política discrecional es eficaz para influir sobre el PIB, pero es difícil conocer la magnitud del efecto (que depende de las reacciones de los agentes) y conseguir que el *timing* sea el adecuado.

A pesar de estos indudables problemas de la política fiscal discrecional, el sistema de coordinación no debería excluir su uso eventual para responder a *shock* asimétricos severos y a las necesidades de ajuste respecto a la política mone-

(23) CANZONERI, CUMBY y DIBA (2002) estiman que tanto el criterio de déficit como el de deuda pública son condiciones suficientes para mantener el cumplimiento de la condición de solvencia fiscal.



COLABORACIONES

taria. Si un Estado miembro tiene un saldo estructural que le otorga margen para aplicar una política expansiva, el PEC no debería impedirlo, pues los costes de una recesión profunda son mayores que los riesgos asociados a la incertidumbre sobre los efectos o la oportunidad de la política. Por otra parte, el PEC podría incentivar el uso restrictivo moderado de la política fiscal para compensar el efecto de la política monetaria en aquellos Estados miembros en que ésta sea demasiado expansiva para su situación cíclica y monetaria.

Ahora bien, la potenciación de la función estabilizadora de las políticas fiscales requiere:

- Evaluar las políticas fiscales a través de saldos presupuestarios estructurales o cíclicamente ajustados.
- Crear un sistema de aplicación efectiva del PEC que evite las políticas procíclicas, para lo cual debe ser riguroso e inflexible en fases expansivas y flexible cuando la economía se encuentre estancada o en recesión (24).

Es absolutamente imprescindible utilizar los saldos cíclicamente ajustados o estructurales para poder conocer el saldo automático y el signo de la política discrecional. Se trata de una condición previa para que todo el sistema de coordinación se base en razonamientos económicos rigurosos a partir de la información necesaria. Estamos seguros de que la propuesta en este sentido de la Comisión contará con un amplio respaldo (25).

Es bien sabido que la eficacia de la política fiscal para compensar un *shock* adverso de demanda es mayor cuando se parte de una déficit estructural moderado o de un superávit estructural. Lo cual aconseja, tal y como hace en este caso el PEC, mantener un saldo a medio plazo cercano al equilibrio o en superávit. No obstante,

para que este objetivo a medio plazo no obligue a formular políticas fiscales procíclicas deben invertirse los términos del sistema de supervisión multilateral que trata de hacer efectivo su cumplimiento. Este dispositivo debe concentrarse en las fases expansivas del ciclo, pues es en ellas en las que se juega la credibilidad y la eficacia del sistema de coordinación. Y no sólo evitando deslizamientos al alza en el gasto público, sino también evaluando los programas de reducción de impuestos que, a pesar de tener efectos igualmente procíclicos cuando se aplican en fase expansiva, han gozado de un tratamiento relativamente indulgente en el marco del PEC (26).

Estamos plenamente de acuerdo con la Comisión en que las políticas fiscales procíclicas en fases expansivas deberían considerarse una violación de las reglas de disciplina presupuestaria del Tratado. No obstante, para que esta disposición fuera eficaz, su incumplimiento debería estar también sujeto a sanciones. En realidad, una vez que, durante un ciclo económico expansivo, se aplique el PEC con rigor, los Estados miembros habrán alcanzado posiciones fiscales que les otorgarán margen suficiente para responder a *shock* adversos sin incumplir su obligación a medio plazo.

No compartimos, sin embargo, la propuesta de la Comisión sobre la forma de conseguir que los Estados miembros que incumplen los objetivos de disciplina presupuestaria se acerquen a ellos lo antes posible (27). Debe introducirse flexibilidad a la hora de imponer la obligación de cumplir los criterios asociados con la disciplina presupuestaria desde dos perspectivas.

En primer lugar, no se debería obligar a un país a aplicar una política fiscal contractiva cuando su economía se encuentra estancada o en recesión. Los niveles de caída del PIB contemplados en el



COLABORACIONES

(24) El riesgo de déficit excesivo para Alemania en 2002 y el aviso preventivo a Francia por acercarse al 3 por 100 indican que no se ha ejercido la disciplina cuando era necesario, creando graves problemas de apoyo político y de credibilidad al prescribir ahora políticas restrictivas.

(25) La Comisión propone formular el objetivo a medio plazo y evaluar la situación presupuestaria con el saldo estructural. El ECOFIN ya ha acordado estimar el PIB potencial a través del método de la función de producción, basándose en el trabajo del Comité de Política Económica. Ver *Report on potential output and the production gap* (2001).

(26) En particular, deberían evitarse las bajadas de impuestos en fases expansivas en Estados miembros cuyo saldo estructural se encuentre lejos del objetivo a medio plazo. Tanto en Francia como en Alemania se registraron bajadas de impuestos en 2001. El déficit estructural alemán aumentó en 2001, alcanzando el -2,5 por 100 del PIB, nueve décimas superior al de 2000.

(27) La Comisión propone que aquellos que no cumplan el objetivo a medio plazo se les exija una reducción anual del déficit estructural de al menos el 0,5 por 100, que sería mayor en función de los niveles de déficit o deuda y de la tasa de crecimiento del PIB.



PEC para calificar un déficit de excepcional son ridículamente bajos. Deberían sustituirse por una tasa de crecimiento anual del 1 por 100 o, de forma alternativa, inferior en 2 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento del PIB potencial. En cambio, sí es coherente aplicar las propuestas de la Comisión cuando la economía atraviese una fase expansiva. De esta forma, se conseguiría reforzar el apoyo político al PEC y se haría más viable la transición hacia una situación de cumplimiento de los criterios de disciplina presupuestaria.

En segundo lugar, la aplicación del PEC debe modularse a partir de un análisis del nivel y de la dinámica de la ratio deuda/PIB, pues se trata de elementos que influyen decisivamente en los efectos económicos de las políticas fiscales. Es preciso en particular tomar en cuenta el impacto sobre el saldo presupuestario y el nivel de deuda de la evolución demográfica, que es el factor más importante que va a afectar en los próximos años al déficit tendencial de los Estados miembros (la parte del déficit estructural que se explica por factores no discrecionales que afectan a los ingresos y gastos públicos). En este ámbito apoyamos de forma decidida las propuestas de la Comisión, que tratan de otorgar de nuevo protagonismo al criterio de deuda, haciéndolo operativo como causante de déficit excesivo, concediendo cierta flexibilidad a los Estados miembros que tengan niveles reducidos de deuda para aumentar la inversión o reducir los impuestos y convirtiendo la sostenibilidad de las finanzas públicas en un objetivo político básico.

La reforma planteada por la Comisión va en la dirección correcta y tiene la virtud práctica de que su aplicación no requiere modificaciones legales. No obstante, pensamos que el proceso actual de reflexión debería conducir a una refundación; si no del PEC, al menos de su filosofía económica.

#### 4.3. *Una combinación de políticas macroeconómicas más adecuada*

La principal carencia del régimen de política económica del euro es la ausencia de un esquema claro y eficaz para impedir que el ritmo de expansión de la demanda agregada se sitúe de forma prolongada por debajo de la tasa de crecimiento

del PIB potencial. Este objetivo de estabilización de la demanda, después de haber experimentado una crítica severa y exhaustiva, ha vuelto a convertirse en un pilar de una política económica exitosa, gracias a la investigación académica y a las experiencias económicas recientes.

Aun las economías más flexibles como la americana, pueden experimentar largos períodos de subactividad y subempleo en respuesta a *shock* adversos de distinta naturaleza. Al contrario de lo que afirmó Lucas (1987), Galí, Gertler y López-Salido (2002) estiman que la ineficiencia y la consiguiente pérdida de bienestar asociada a las fluctuaciones macroeconómicas es considerablemente elevada. Su enfoque parte de una brecha de ineficiencia (*inefficiency gap*) caracterizada como la diferencia entre el producto marginal del trabajo y la relación marginal de sustitución entre consumo y ocio, que indica el grado de ineficiencia en la asignación del trabajo, en presencia de rigideces nominales y reales. Las fluctuaciones macroeconómicas generan movimientos anticíclicos y asimétricos en la brecha de ineficiencia, que dan lugar a costes de bienestar (28). La magnitud de la pérdida de eficiencia depende finalmente de las elasticidades de la oferta de trabajo y de sustitución intertemporal. Las estimaciones de estas elasticidades en el trabajo citado conducen a estimar pérdidas de bienestar significativas aplicadas a las series de la economía americana de posguerra.

Esta línea de investigación apoya la idea de que es socialmente muy costoso renunciar a utilizar la política de estabilización de forma expansiva. La política macroeconómica de la zona euro ha ignorado esta idea fundamental, lo que puede estar generando pérdidas de eficiencia considerables. La fuerte desaceleración del crecimiento del PIB en 2001 y 2002 ha hecho patente los problemas derivados de este enfoque. No sólo la política macroeconómica ha respondido tarde y de manera insuficiente al deterioro de la demanda interna, sino que la combinación de políticas ha sido inadecuada.

(28) La brecha de ineficiencia se puede entender como la distancia vertical entre las curvas de competencia perfecta de oferta y demanda de trabajo, evaluada al nivel de empleo actual. La reducción en la ineficiencia durante las expansiones es menor que el aumento de la ineficiencia durante las recesiones.



COLABORACIONES

En efecto, la severidad de la desaceleración y la inacción de la política monetaria han forzado a la política fiscal a asumir una parte de la función estabilizadora, con los resultados que ya hemos comentado sobre la disciplina presupuestaria. Existe así un riesgo claro de que ante *shock* adversos de demanda, la zona euro responda con una política monetaria pasiva (con efectos restrictivos en una gran parte de la economía) y una política fiscal moderadamente expansiva. Esta combinación de políticas es inadecuada, pues asigna la función de estabilización al instrumento menos eficaz y más costoso. Asimismo puede llegar a producir un equilibrio estratégico subóptimo entre política monetaria y política fiscal, en el que la reticencia del BCE a bajar los tipos de interés y el empeoramiento de la situación fiscal se refuerzan mutuamente.

La falta de atención al papel que desempeña la demanda agregada en el crecimiento estable y sostenido ha colocado a la zona euro en una situación de fragilidad y de dependencia respecto a *shocks* externos que no se corresponde con el tamaño de la economía europea. Lo deseable para una economía de este tipo es que su patrón de crecimiento se base en la expansión equilibrada de su demanda interna.

Por otra parte, la prolongación de situaciones de estancamiento económico tiende a retrasar las reformas estructurales en los mercados de bienes, servicios y capitales, al hacer sus costes políticos y económicos más elevados.

Para corregir estos graves problemas, es preciso proceder a una reforma del régimen de política macroeconómica que mejore la relación entre objetivos y la asignación de éstos a los instrumentos. En primer lugar, hay que introducir la estabilización de la demanda como un objetivo fundamental, tanto desde la perspectiva global de la zona euro como desde la perspectiva nacional. Se trata de otorgar al nivel de actividad y al nivel de empleo la importancia que merecen por sus efectos económicos y sociales. El objetivo de inflación debe flexibilizarse para hacerlo compatible con el mantenimiento de la actividad y el empleo en niveles cercanos a los potenciales.

La responsabilidad de evitar que la demanda agregada de la zona se sitúe de forma prolonga-

da por debajo del nivel necesario para que la economía produzca cerca de su potencial debe corresponder a la política monetaria. Esta asignación responde a la idea generalmente aceptada de que la política monetaria es el instrumento más eficaz y más flexible para influir en la demanda agregada. Las decisiones se pueden tomar y corregir con más rapidez que en política fiscal, y el desarrollo de los mercados financieros aumenta la velocidad del mecanismo de transmisión a las decisiones reales de gasto. Pensamos que la asunción por parte de la política monetaria de esta función debe hacerse en el marco de una reforma como la propuesta en el apartado 4.1.

La responsabilidad de evitar un crecimiento de la demanda agregada nacional desproporcionado respecto al potencial de crecimiento real debe corresponder a la política fiscal. Dado que la política monetaria no debe ni puede responder a estos *shock* asimétricos, esta función debe asumirla la política fiscal, tanto a través de los estabilizadores automáticos como a través de decisiones discrecionales cuando la gravedad del *shock* lo aconseje. El sistema de coordinación debe incentivar la adopción de una política moderadamente restrictiva cuando la demanda crezca por encima del potencial de crecimiento (teniendo en cuenta la inflación y la adecuación de la política monetaria a la situación cíclica del Estado miembro). Asimismo, como señalamos en la sección 4.2, la aplicación estricta del PEC durante fases expansivas permitirá crear el margen de maniobra suficiente para que la política fiscal haga frente a *shock* asimétricos de demanda negativos.

Esta asignación de instrumentos a objetivos permitiría asegurar una combinación de políticas más cercana a la óptima. La política fiscal se vería descargada de la responsabilidad de hacer frente a los *shock* globales, creando un marco mucho más favorable para el mantenimiento de la disciplina fiscal. La necesidad de tener que adoptar medidas discrecionales frente a *shock* de demanda globales se vería reducida, haciendo menos probables los equilibrios perversos asociados a políticas fiscales expansivas y política monetaria restrictiva.



COLABORACIONES

La aplicación de esta reforma no requiere introducir un sistema de coordinación de las políticas monetaria y fiscal. La deseabilidad y las posibles fórmulas de dicha coordinación ha sido una cuestión ampliamente tratada en la literatura reciente. Nuestra opinión es que las deficiencias del régimen de política macroeconómica actual no derivan de la ausencia de coordinación, sino de un equilibrio inadecuado entre objetivos y una asignación ineficiente de instrumentos. Para evitar problemas de descoordinación basta con que los objetivos de ambas políticas sean compatibles, como señalan Dixit y Lambertini (2002). Es decir, lo que es imprescindible es que los responsables de las políticas monetaria y fiscal se pongan de acuerdo ex ante, sin necesidad de coordinarse ex post. En este sentido, sería útil considerar la propuesta de Pisani-Ferry (2002) de elaborar una Carta de política económica de la zona euro, entendida como un código de conducta que contendría las líneas básicas de actuación de la política económica.

Por último, una reforma como la propuesta proporcionaría un estímulo y no un obstáculo a las políticas de reforma estructural, que son el otro gran pilar del régimen de política económica del euro. El mayor equilibrio entre la demanda agregada y el potencial de crecimiento real reduciría los costes de aplicar las reformas e incentivaría el gasto en inversión y en nuevas tecnologías. Los costes políticos de la profundización de las reformas serían menores, al poder los ciudadanos comprobar los beneficios tangibles de dichas políticas. De hecho, en contra de una opinión muy extendida, cabe pensar que una parte de los beneficios de las considerables reformas estructurales realizadas en Europa en los últimos años (mercado interior, integración monetaria, integración financiera) no se han podido recoger debido al estancamiento económico en una parte fundamental de la zona euro. Se trataría de romper el falso debate entre políticas de demanda y políticas de oferta, reconociendo que una política económica exitosa debe basarse en una visión conjunta y complementaria que actúe sobre la oferta (para elevar el potencial de crecimiento), pero que no olvide actuar sobre la demanda (para aprovechar de forma plena el potencial de crecimiento).

## 5. Conclusión

La experiencia acumulada desde 1999 ha puesto de manifiesto la existencia de deficiencias graves en el régimen de política macroeconómica de la zona euro. Los países *estables* forzaron una interpretación dogmática del control de la inflación y de la disciplina presupuestaria con el objetivo de reducir los costes que asociaban a la UM. El resultado ha sido negativo, en particular para esos mismos países. La aversión al uso de la política macroeconómica para mejorar el comportamiento de la producción y del empleo, dentro de los límites marcados por la oferta agregada es una opción equivocada. El análisis realizado en este artículo nos lleva a concluir que es en la política monetaria donde se concentra el grueso de las deficiencias detectadas, que pueden provocar pérdidas de bienestar considerables.

La necesidad de una reflexión que conduzca a una reforma se ha hecho patente durante los dos últimos años y ha pasado ya de los artículos académicos a la agenda del dispositivo de política económica comunitario. Es fundamental que este debate se oriente a determinar cuál es el mejor diseño de la política macroeconómica para el conjunto de la zona euro, tomando en cuenta los objetivos políticos globales y los resultados de la investigación económica. La experiencia reciente nos ha mostrado que es un gran error tratar de sesgar el régimen de política económica de la zona en favor de los intereses de un país. En particular, sería una estrategia equivocada para España tratar de conservar un régimen de política económica que, a pesar de adaptarse bien a nuestras necesidades específicas, produce resultados subóptimos para la economía de la zona.

Los pasos dados hasta el momento apuntan a cambios en la buena dirección en el sistema de coordinación de las políticas fiscales. Estos cambios constituyen un avance, pero si no van acompañados de cambios en la política monetaria pueden dar lugar a nuevas frustraciones en los próximos años.

El BCE ha dado el primer paso. En la Conferencia de Prensa que siguió al Consejo de Gobierno de 5 de diciembre de 2002, Duisenberg anunció que durante el primer semestre de 2003 el



COLABORACIONES

banco va a proceder a una evaluación en profundidad de la estrategia de política monetaria. Aunque subrayó que el resultado no necesariamente entrañaría cambios, la iniciativa debe saludarse como una primera muestra de la disposición del BCE a revisar su modelo de política monetaria. Los Estados miembros y el resto de las instituciones comunitarias deben participar activamente en esta dinámica de revisión que se ha creado para obtener cambios sustanciales, que es dudoso que el BCE adopte por sí solo.

La perspectiva (no cierta) de la entrada del Reino Unido en el euro ofrece una oportunidad inmejorable para aplicar la reforma propuesta con los menores costes institucionales y políticos.

## Bibliografía

1. ALESINA, A., BLANCHARD, O., GALI, J., GIAVAZZI, F. y UHLIG, H. (2001): «Defining a macroeconomic framework for the euro area», *Monitoring the ECB* 3, CEPR.
2. AUERBACH, A. (2002): «Is there a role for discretionary fiscal policy?», Presentado en el simposio organizado por la Reserva Federal de Kansas City «*Rethinking Stabilisation Policy*», Jackson Hole.
3. BALL, L. y TCHAIKIDZE, R. (2002): «The fed and the New Economy», NBER, *Working Paper*, 8785.
4. BARRO, Robert J. y GORDON, David B. (1983): «A positive theory of monetary policy in a Natural-rate model», *Journal of Political Economy*, 91 (3), junio, páginas 589-610.
5. BCE (2001): «Monetary policy-making under uncertainty», *Boletín Mensual del BCE*, enero de 2001.
6. BEGG, D., CANOVA, F., DE GRAUWE, P., FATAS, A. y LANE, P. (2002): «Surviving the slowdown», *Monitoring the ECB*, nº 4, Center for Economic Policy Research.
7. CANZONERI, M., CUMBY, R. y DIBA, B. (2002): «Should the European Central Bank and the Federal Reserve be concerned about fiscal policy?», Presentado en el simposio organizado por la Reserva Federal de Kansas City «*Rethinking Stabilisation Policy*», Jackson Hole.
8. CALVO, G. (1983): «Staggered prices in a utility-maximising framework», *Journal of Monetary Economics*, 12, páginas 383-398.
9. CLARIDA, R., GALÍ, J. y GERTLER, M. (1997): «Monetary policy rules in practice: some international evidence», NBER, *Working Paper*, 6254.
10. Clarida, R., Galí, J. y Gertler, M. (1999): «The science of monetary policy: a New Keynesian Perspective», NBER, *Working Paper*, 7147.
11. DIXIT, A. y LAMBERTINI, L. (2002): «Symbiosis of monetary and fiscal policies in a monetary union», *Working Paper*, <http://www.princeton.edu/~dixitak/home/wrkps.html>.
12. FISCHER, S. (1977): «Long term contracts, rational expectations and the optimal money supply rule», *Journal of Political Economy*, 85.
13. GALI, J., GERTLER, M. y LOPEZ-SALIDO, D. (2002): «Mark-ups, gaps and the welfare cost of business fluctuations», *Documento de Trabajo*, nº 0204. Banco de España
14. GALI, J., GERTLER, M. y LOPEZ-SALIDO, D. (2001): «European inflation dynamics», *European Economic Review*, 45 (7), junio 2001, páginas 1121-1150.
15. GONZALEZ IBAN, R. (2000): «Política Fiscal del euro y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento», *ICE*, número 784, páginas 75-81.
16. GOODFRIEND, M. y KING, R. (1997): «The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy», en Ben Bernanke y Julio Rotemberg eds. *NBER Macroeconomics Annual*.
17. KING, R. (2000): «The new IS/LM model: language, logic and limits», *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 86/3.
18. KYDLAND, Finn y PRESCOTT, Edward (1977): «Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans», *Journal of Political Economy*, 85, páginas 473-490.
19. NEISS, K. y NELSON, E. (2002): «Inflation dynamics, marginal cost and the output gap: evidence for three countries», *Working Paper*, Bank of England.
20. NORDHAUS, W.D. (1975): «The political business cycle», *Review of Economic Studies*, 42: 169-90.
21. PISANI-FERRY, J. (2002): «Fiscal discipline and policy coordination in the eurozone: assessment and proposals», Note for the GEA meeting of 16 april.
22. ROGOFF, K. (1985): «The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target», *Quarterly Journal of Economics*, 100 (4), noviembre, páginas 1169-1189.
23. SAMUELSON, P. y SOLOW, R. (1960): «Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy», *American Economic Review*, 50, 177-94.
24. SARGENT, T. y WALLACE, N. (1981): «Some unpleasant monetarist arithmetic», The federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*, 1-17.
25. SEBASTIAN, M. (2002): «The business cycle and the role of monetary and fiscal policy», Presentación. <http://www.obce.org/docs/icbf2002.ppt>.
26. SVENSSON, L. (2002): «A reform of the Eurosystem's monetary policy strategy is increasingly urgent», Briefing Paper para el Comité de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo.
27. SVENSSON, L. (2002): «Monetary Policy and real stabilization», Presentado en el simposio organizado por la Reserva Federal de Kansas City «*Rethinking Stabilisation Policy*», Jackson Hole.



COLABORACIONES

28. SVENSSON, L. (2002): «A good thing could happen at the ECB: an improvement of the Eurosystem's definition of price stability» Briefing Paper para el Comité de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo.
29. TAYLOR, J. (1980): «Aggregate dynamics and staggered contracts», *Journal of Political Economy*, 88.
30. TAYLOR, J. (1993): «Discretion versus rules in theory and practice» *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, Volume 39, página 195-214.
31. Woodford, M. (1995): «Price level determinacy without control of a monetary aggregate», *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 43, páginas 1-46.



COLABORACIONES

# EL SECTOR EXTERIOR



**A LA VENTA**

COMERCIO MUNDIAL Y TENDENCIAS  
DE POLÍTICA COMERCIAL

EL SECTOR EXTERIOR EN ESPAÑA

ESTRUCTURA SECTORIAL DEL COMERCIO EXTERIOR

ESTRUCTURA GEOGRÁFICA DEL SECTOR EXTERIOR

COMERCIO EXTERIOR POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

LA POLÍTICA COMERCIAL ESPAÑOLA

APÉNDICE ESTADÍSTICO

Evolución histórica. Comercio exterior por sectores. Comercio exterior por áreas geográficas y países. Comercio exterior por comunidades autónomas. Turismo. Balanza de Pagos. Comercio internacional. Competitividad

**Información y pedidos:**

Ministerio de Economía. Paseo de la Castellana, 162-Vestíbulo  
28071 Madrid - Teléf. 91 349 36 47

E-mail: [venta.publicaciones@mineco.es](mailto:venta.publicaciones@mineco.es)

[www.revistasICE.com](http://www.revistasICE.com)