

## **POLÍTICA MONETARIA Y BANCO CENTRAL ANTE EL 2000**

Por el Académico de Número  
Excmo. Sr. D. Luis Angel Rojo Duque \*

Han pasado diez meses desde que, con el comienzo del año actual, la Unión Monetaria Europea quedara definitivamente constituida y el Sistema Europeo de Bancos Centrales —es decir, el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales del área— iniciara el desarrollo de la política monetaria común. Tras el «paso al euro», completado sin incidentes en los primeros días de 1999, los meses siguientes han presenciado los últimos ajustes legales e institucionales y el despliegue del nuevo sistema de diseño e instrumentación de la política monetaria. Todo ello ha ocurrido con una notable suavidad, fruto de una preparación larga y cuidadosa, que ha podido ocultar las dificultades que han rodeado a los primeros pasos de la Unión; pero esas dificultades han existido y han planteado, en una fase muy temprana, algunos de los problemas que ha de afrontar toda unión monetaria.

La evolución de las ideas y de la realidad económica está sometida a cambios a menudo bruscos y, con frecuencia, imprevistos. Todo gran proyecto económico se ve afectado por tales alteraciones, que, a veces, favorecen su desarrollo y, a veces, lo dificultan; y la Unión Monetaria no se ha visto libre de esas perturbaciones. Una vez cerrada la crisis del Sistema Monetario Europeo de 1992-1993, los cuatro años siguientes —que coincidieron, aproximadamente, con el período de aplicación de las «políticas de convergencia»— fueron una etapa abundante en incertidumbres, pero en la que actuaron factores favorables a la creación de la

---

\* Sesión del día 2 de noviembre de 1999.

Unión Monetaria. Sin embargo, las circunstancias comenzaron a cambiar en la segunda parte de 1997, y lo hicieron en un sentido que ha hecho difíciles los primeros pasos de la política monetaria común.

El Informe Delors, aprobado en junio de 1989, abrió una etapa caracterizada por el optimismo inicial de las autoridades y los mercados respecto a la posibilidad de constituir la Unión Monetaria sin graves problemas; pero los acontecimientos vinieron a poner un pronto fin a dicho optimismo. Por una parte, el Tratado de la Unión Europea, que consagró el proyecto de la Unión Monetaria siguiendo las grandes líneas del Informe Delors, fue aprobado por el Consejo Europeo de Maastricht en diciembre de 1991, pero su aprobación parlamentaria no concluyó hasta noviembre de 1993, tras un difícil proceso pautado por sobresaltos que suscitaron toda clase de incertidumbres. Al mismo tiempo, el proceso de unificación de Alemania generó un conjunto de problemas que iban a proyectar su sombra sobre las condiciones económicas europeas en los años siguientes. El impacto de la unificación y de su planteamiento económico condujo, inicialmente, a una expansión de la economía alemana que afectó, a través de las corrientes comerciales, al resto de la Unión Europea y que frenó las tendencias recesivas que esta última había comenzado a registrar desde 1990. Cuando el Bundesbank decidió atajar las tensiones de la demanda alemana mediante una elevación de sus tipos de interés en 1992, el debilitamiento de la coyuntura económica europea se hizo inevitable. Los otros países participantes en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo decidieron, sin embargo, seguir, inicialmente, el movimiento de los tipos de interés alemanes para impedir una depreciación de sus monedas frente al marco.

Los mercados no tardaron en reaccionar: el resultado negativo del referéndum danés sobre la Unión Europea, en junio de 1992, les había inducido a revisar sus expectativas sobre un avance pausado hacia la Unión Monetaria, y la situación creada por la resistencia de los países del área a revisar la estructura relativa de tipos de interés y de paridades les parecía insostenible. Los mercados procedieron, en consecuencia, a atacar las monedas bajo sospecha, condición que acabaron compartiendo todas, excepto el marco, naturalmente, y las dos monedas que formaban un bloque con él: el florín holandés y el franco belga. Se abrió así, en septiembre de 1992, una grave crisis del Sistema Monetario Europeo que, tras el abandono del mismo por la libra británica y la lira, las devaluaciones de varias monedas (peseta, escudo, libra irlandesa) y los persistentes ataques al franco francés —a pesar del apoyo ilimitado del Bundesbank—, condujo finalmente a la decisión de ampliar las bandas de fluctuación de las monedas que aún participaban en el mecanismo de cambios hasta un  $\pm 15\%$ , para tranquilizar los mercados.

Con el cierre de la crisis cambiaria mejoraron las expectativas, se suavizaron las condiciones monetarias y las economías europeas pudieron dejar atrás la etapa de recesión que habían vivido. La recuperación se consolidó en 1994, año que señalaba el comienzo de la segunda fase programada de avance hacia la Unión Monetaria: en ella, la Comisión de Bruselas y el Instituto Monetario Europeo deberían abordar la compleja tarea de preparar el marco logístico, organizativo y normativo que hiciera posible el diseño y la instrumentación de la política monetaria común en el seno de la Unión; y los países aspirantes a incorporarse al proyecto habrían de desarrollar unas políticas de convergencia orientadas a lograr unos conjuntos nacionales de tasa de inflación, tipo de interés, tipo de cambio y condiciones fiscales coherentes entre sí y con el objetivo deseado de estabilidad en el área.

Los avatares vividos por los países europeos en los años precedentes habían generado muchas incertidumbres sobre la posibilidad de crear la Unión Monetaria en una fecha relativamente cercana y dudas aún mayores sobre la probabilidad de que, en el caso de crearse, pudiera incluir un número de países superior al de los más ligados a la economía alemana. La experiencia de esos años había suscitado también, sin embargo, reflexiones favorables a la constitución de la Unión. En primer lugar, la crisis cambiaria había puesto de manifiesto los riesgos de inestabilidad a que estaba expuesto un régimen de cambios fijos como el del Sistema Monetario Europeo, con políticas monetarias autónomas en un mundo con libertad de movimientos de capitales. En segundo lugar, las perturbaciones registradas habían mostrado que esos riesgos de inestabilidad se activaban con rapidez e intensidad si las políticas económicas no se ajustaban a los objetivos perseguidos, de modo que todo país que aspirase seriamente a incorporarse a la Unión Monetaria habría de realizar un esfuerzo firme y continuado para converger a las sendas de estabilidad programadas en el Tratado de Maastricht. En el ámbito fiscal, donde los ajustes son siempre más difíciles, los hechos habían llevado a la conclusión de que las políticas europeas expansivas del período anterior eran incompatibles con un crecimiento sostenido en el tiempo, con o sin Unión Monetaria. En fin, la experiencia reciente había convencido a los países aspirantes de que si no se integraban en la Unión desde el momento de su constitución, habrían de soportar costes importantes y resultaría más difícil su incorporación posterior. Tales reflexiones impulsaron, sin duda, las políticas de convergencia.

El período 1994-1997 registró, además, unas condiciones económicas en el área que facilitaron el avance y el éxito final de dichas políticas. La recuperación de la actividad dio paso a una expansión, apoyada en las exportaciones y en la demanda de inversión, que se vio moderada, en sus ritmos de crecimiento, por políticas monetarias prudentes, por políticas de saneamiento fiscal y por la debili-

dad de los mercados de trabajo resultante de la recesión anterior; y todo ello favoreció un descenso firme y continuado de las tasas de inflación y de interés, y una estabilidad cambiaria sólo interrumpida transitoriamente en los primeros meses de 1995.

Así resultó posible que el Informe de Convergencia, elaborado en los primeros meses de 1998, diera el visto bueno a la incorporación de once países a la Unión Monetaria y que el Consejo Europeo decidiera, a principios de mayo, la constitución definitiva de ésta el 1 de enero de 1999.

Unas semanas después estaba en pie el Banco Central Europeo, que se ajustaba a los principios básicos fijados en el Tratado de Maastricht, y cuya organización y funcionamiento iban a responder, además, a los criterios acordados en los trabajos preparatorios que se habían desarrollado en el Instituto Monetario Europeo a lo largo de más de cuatro años. El Banco Central Europeo aparecía como una institución independiente de los órganos comunitarios y de los gobiernos del área que había de desarrollar una política monetaria común para el conjunto del ámbito de la moneda única, el euro; una política monetaria común cuyo diseño y decisiones básicas estarían centralizadas en el Banco Central Europeo, pero cuya instrumentación se realizaría a través de los bancos centrales nacionales según un esquema descentralizado; una política monetaria común, en fin, que tendría como objetivo básico el mantenimiento de la estabilidad de precios. La segunda parte del año 1998 se dedicó a completar la puesta a punto de los complejos elementos que habían de hacer posible el inicio de la Unión Monetaria al comenzar el año actual.

Para entonces, sin embargo, ya estaban actuando un conjunto de factores que iban a hacer que el arranque de la Unión Monetaria se enfrentara con más problemas que los previsibles un año antes.

En primer lugar, el contexto económico internacional comenzó a deteriorarse en la segunda parte de 1997, hasta alcanzar tintes gravemente amenazadores en el segundo semestre de 1998.

En efecto, en julio de 1997 se inició una importante perturbación financiera que tuvo como escenario a países como Tailandia, Malasia, Indonesia y Corea del Sur, que formaban parte del grupo de los denominados *tigres asiáticos*. Estas economías, consideradas durante bastantes años como modélicas por sus estrategias de crecimiento basadas en el desarrollo de las exportaciones y en políticas de signo liberalizador, y por su razonable estabilidad monetaria y financiera, empezaron a registrar pérdidas de competitividad como consecuencia, primero, de la deva-

luación de la moneda china y, más tarde, como resultado de la fuerte apreciación del dólar iniciada en 1996 y acentuada en 1997. Ello las llevó a un rápido empeoramiento de sus balanzas de pagos por cuenta corriente, cuyos déficits llegaron a ser importantes en algunos casos, lo cual comenzó a sembrar la inquietud de los inversores internacionales que habían dirigido fuertes flujos de capital a esas economías en los años anteriores.

Los problemas se iniciaron en Tailandia y se contagiaron con rapidez a otros países del grupo. La sucesión de acontecimientos fue la habitual: fuertes retiradas de capitales, intentos de contener la depreciación del tipo de cambio, con las consiguientes pérdidas de reservas exteriores, hundimiento final de las monedas, elevación muy fuerte de los tipos de interés para frenar esas depreciaciones y entrada de las economías en fuertes recesiones como consecuencia de las restricciones monetarias y las subidas de tipo de interés, y de la aparición de fuertes pérdidas en bancos y empresas no financieras que habían venido endeudándose con intensidad en dólares u otras monedas extranjeras.

El FMI y algunos países industriales tuvieron que acudir a prestar ayuda financiera, pidiendo, en algunos casos, la colaboración de los acreedores exteriores privados en forma de acuerdos de diferimiento en el vencimiento de créditos y préstamos.

Las crisis de estos países presentaban, sin embargo, algunas peculiaridades de significado más profundo que los simples problemas monetarios y cambiarios. En la mayoría de ellos, por debajo de la adopción de sistemas de mercado aparentemente modernos, sofisticados y utilizadores de nuevas tecnologías financieras, persistían prácticas tradicionales cuyo rasgo básico era la articulación entre el Estado, la banca y las empresas no financieras. En efecto, los gobiernos apoyaban a un conjunto de grandes empresas o grupos industriales con una elevada tecnología y fuerte actividad exportadora, que llegaron a estar sobreinvertidos y sobreendeudados; los gobiernos presionaban simultáneamente a los bancos para que prestasen a esas empresas abundantemente y a bajos tipos de interés, endeudándose en los mercados internacionales y asumiendo graves riesgos de pérdidas en caso de devaluación que pesaban unas veces sobre los bancos y otras sobre las empresas no financieras; finalmente, la articulación se cerraba a través de la interrelación de bancos y grupos industriales y de la influencia de unos y otros sobre los gobiernos, que, con frecuencia, cerraban los ojos ante la acumulación de créditos impagados en los activos de los bancos.

Estas características indicaban que las crisis asiáticas tenían un componente político importante y que, para salir de ellas, eran precisas reestructuraciones

y fragmentaciones de grupos industriales, operaciones de saneamiento bancario y, en definitiva, reformas de los sistemas políticos que amparaban esas estructuras económicas. Las reformas políticas propiciadas por el FMI fueron, en ocasiones, profundas, como en el caso de Indonesia; y en todos los casos han sido reformas difíciles que han hecho más lenta la superación de las crisis.

Esa articulación gobierno-bancos-empresas está también en la raíz de las graves dificultades que ha venido arrastrando Japón desde los primeros años de esta década. También en el origen de los problemas japoneses encontramos grandes grupos industriales sobreinvertidos y fuertemente endeudados, grandes bancos abrumados por volúmenes muy importantes de créditos impagados y por carteras de valores dañadas y un gobierno que ha impulsado la fuerte financiación bancaria a bajos tipos de interés y ha descuidado la supervisión de los bancos. Aunque algunos elementos básicos sean semejantes, en el caso de Japón no puede hablarse de una crisis similar a las que han padecido los países asiáticos a los que acabo de referirme, sino de una etapa de estancamiento y recesión, prolongada por las vacilaciones de las políticas monetaria, fiscal y de saneamiento bancario. Ahora bien, dada la dimensión de la economía japonesa, sus dificultades han agravado los problemas de otros países asiáticos y han condicionado negativamente la evolución de la economía mundial en estos últimos años.

Volvamos a la línea narrativa central de las perturbaciones financieras recientes. Las turbulencias registradas en un buen número de países emergentes del Extremo Oriente a partir del verano de 1997 habían comenzado a ceder un año después. Pero entonces estalló la crisis que, con origen en Rusia, constituye un ejemplo claro de contagio internacional en un mundo financiero globalizado.

Son bien conocidos los problemas de Rusia, que condujeron a la crisis del mes de agosto de 1998: el desmoronamiento del Estado; la caída del PIB en más de un 50%, en términos reales, en el período 1991-1998; la incapacidad del sistema fiscal para recaudar impuestos; el consiguiente incremento del déficit público y la necesidad de realizar fuertes emisiones de deuda, en buena medida con vencimientos a corto plazo y a tipos de interés muy elevados, para vencer la resistencia de los inversores nacionales y extranjeros —lo cual genera presiones adicionales sobre el Presupuesto—; un sistema bancario muy débil que trata de beneficiarse de los altos tipos de interés sobre la deuda, y un tipo de cambio sometido a las más graves sospechas sobre su estabilidad. Todo ello aderezado por importantes elementos de corrupción. El FMI, en una operación donde primó la política sobre las consideraciones económicas, decidió apoyar la situación con un préstamo importante, que resultó incapaz de aliviar los problemas. Finalmente, el gobierno ruso,

en agosto de 1998, consideró insostenible la situación, inició un proceso de depreciación del rublo y denunció unilateralmente sus compromisos con los tenedores de deuda, anunciando una moratoria y una reestructuración de la misma que prometía fortísimas pérdidas para aquéllos.

Lo más importante fue el proceso de contagio que estos hechos desencadenaron inmediatamente. La denuncia de la deuda rusa era la primera que decidía, en muchos años, un Estado soberano; y se había decidido, además, estando Rusia amparada, por así decirlo, por un programa de saneamiento pactado con el FMI. Los inversores internacionales pasaron a preguntarse, en consecuencia, si no seguirían ese mismo camino otros países en dificultades. Se generó así un aumento de la aversión al riesgo en los mercados financieros y una retirada masiva de capitales de países con problemas, especialmente de países latinoamericanos y, dentro del área, de Brasil, que había atraído importantes entradas de capitales en el período anterior. El resultado, en todos los países afectados, fue el desarrollo de fuertes presiones cambiarias y la subida intensa de los tipos de interés para atajarlas, con consecuencias negativas para la demanda y la producción, para el coste de la deuda y para los déficit presupuestarios. Pero la huida hacia activos de mayor calidad afectó incluso a los países industriales que recibían los capitales que escapaban de Latinoamérica porque, en esos países industriales, los capitales se situaron en valores de renta variable, primero, para pasar, después, a bonos (menos arriesgados) y, más tarde, a los plazos más cortos de la deuda, e incluso a depósitos bancarios de plena liquidez.

Estas perturbaciones financieras impusieron pérdidas a los grandes inversores internacionales y, cuando un importante *hedge fund* americano hubo de ser rescatado mediante una operación organizada por el Federal Reserve Board en octubre del pasado año, el público se preguntó si no habría otras entidades en condiciones también extremas. Esto hizo aumentar aún más la aversión al riesgo. El sistema financiero americano parecía, en octubre pasado, adentrarse en un *credit crunch* —es decir, en un aumento de la preferencia por la liquidez— acompañado de una fuerte contracción del crédito. Ésta es la vía más segura para que las perturbaciones financieras acaben incidiendo gravemente sobre los sectores reales de las economías; de modo que, en octubre pasado, muchos inversores temían que el mundo se estuviera dirigiendo hacia una contracción generalizada en un plazo muy corto. Y, como sucede en tales circunstancias, las instituciones que elaboran previsiones sobre el crecimiento de las grandes áreas económicas se lanzaron a un proceso competitivo de reducción de sus previsiones para el año actual.

Los acontecimientos no evolucionaron, sin embargo, en los meses siguientes, del modo temido. La situación de los mercados financieros mejoró tras tres

reducciones consecutivas de los tipos de interés a corto plazo acordadas por la Reserva Federal y a medida que el público fue convenciéndose, con el paso de las semanas, de que el sistema americano no guardaba nuevas sorpresas desagradables en forma de quiebras de *hedge funds* o de otros grandes inversores. Fue alejándose así el temor, en Estados Unidos, a un *credit crunch*—; un temor que, en Europa, nunca había llegado a arraigar. Poco tiempo después se supo, además, que la economía norteamericana, para asombro del resto del mundo, que ha venido siguiendo con admiración su proceso de expansión, intenso y estable, a lo largo de la década, había registrado, de nuevo, altas tasas de crecimiento en los últimos meses de 1998 —que habían de continuar en los primeros meses de 1999.

Aún estaba pendiente, desde luego, la delicada situación de Brasil, que, en caso de agravarse, podía tener efectos muy negativos para toda el área latinoamericana; pero el FMI anunció, antes de concluir el año, que había llegado a un importante acuerdo con las autoridades brasileñas sobre un programa de respaldo financiero sometido a estrictas condiciones de ajuste, —si bien las graves condiciones de Brasil no comenzaron a aclararse, por razones políticas, hasta unos meses después. En definitiva, la amenaza de una contracción mundial parecía alejarse al concluir el año 1998.

A pesar de este alivio en las expectativas, las turbulencias financieras habían afectado negativamente a la demanda, la actividad y el comercio mundiales. En los países industriales, si bien Estados Unidos había mantenido un crecimiento del PIB del 4% en 1998 —en fuerte contraste con el descenso de casi un 3% en Japón—, el área del euro había registrado una desaceleración considerable de la tasa de avance de su producto agregado a medida que transcurría el año, hasta llegar a una tasa interanual del 1,5% en el último trimestre del mismo.

El arranque de la Unión Monetaria se encontró así con una situación difícil. Aunque el fantasma de una contracción mundial se hubiera alejado, la zona del euro se enfrentaba con un debilitamiento de la actividad originado por la pérdida de ritmo de sus exportaciones en un contexto internacional que, aunque más despejado que unos meses antes, mantenía serias incertidumbres sobre el ritmo de recuperación de unos países (los asiáticos) y sobre la probabilidad de deterioro de otros (los latinoamericanos). Las perturbaciones financieras de la segunda parte de 1998 no habían generado problemas cambiarios a las monedas de los países que iban a incorporarse a la Unión en fecha ya muy próxima y con tipos preanunciados de conversión al euro. Pero la política monetaria común iba a iniciarse en un clima bastante más problemático que el que hubiera cabido esperar unos meses antes.

Sobre esta situación iba a incidir, además, otro factor de perturbación, procedente, en este caso, del ámbito de la política. En el año 1998 Europa registró cambios políticos considerables, de los que ninguno tuvo tanta importancia, a los efectos que aquí nos interesan, como el que tuvo lugar en Alemania como consecuencia de las elecciones generales celebradas en el mes de septiembre. El partido social-demócrata, que había llegado al poder, traía ideas nuevas para hacer frente a los problemas de la economía y la sociedad alemanes. Esto era normal y esperanzador para toda el área del euro. El problema surgió porque el equipo que condujo la política económica alemana durante los primeros meses del nuevo gobierno defendía unos criterios estratégicos que eran opuestos a los mantenidos no ya por el anterior gobierno alemán, sino por la opinión dominante en la generalidad de los países industriales, y que eran contrarios a los que inspiraban la nueva construcción de la Unión Monetaria. Rechazaban que las dificultades alemanas fueran el resultado de la falta de flexibilidad de su economía y mantenían que el problema del paro —su máxima preocupación— había de resolverse a través de una expansión de la demanda estimulada a través de aumentos del gasto público y de bajas de los tipos de interés, e incluso de incrementos salariales para aumentar el consumo.

La Unión Monetaria está basada en unas ideas económicas muy distintas. La política monetaria común ha de tener como objetivo primordial el mantenimiento de la estabilidad de los precios, según el Tratado de Maastricht; el Eurosistema sólo podrá apoyar las políticas económicas generales de la Comunidad en la medida en que ello no perjudique el logro de dicho objetivo básico. Esta concepción de la política monetaria común está fundamentada en un cuerpo teórico, sólidamente apoyado en la evidencia disponible, que afirma que la inflación es, a medio y largo plazo, un fenómeno básicamente monetario con altos costes y que una política monetaria de estabilidad de precios no afecta significativamente, a medio y largo plazo, a la producción y el empleo de la economía. Una expansión monetaria no anticipada plenamente por el público tendrá algún efecto sobre la producción y el empleo en el corto plazo; pero a medio y largo plazo su único efecto permanente consistirá en una elevación del nivel de precios. El efecto positivo sobre la producción y el empleo de una expansión monetaria no anticipada puede ser, sin embargo, una tentación irresistible para los gobiernos, aunque sean conscientes de que ese efecto será meramente transitorio y de que el único legado permanente del impulso monetario consistirá en los costes de la elevación inducida en el nivel de precios. Pero si el público comprende y anticipa las tentaciones inflacionistas del gobierno, éste no conseguirá efectos reales ni siquiera en el corto plazo; la única consecuencia de las debilidades gubernamentales de signo expansivo será el coste de una mayor inflación. Éstas eran las ideas básicas que

subyacían, de acuerdo con lo establecido en el Tratado de Maastricht, a la construcción del Banco Central Europeo como una institución independiente que protegería la política monetaria de estabilidad de precios frente a las tentaciones expansivas de los gobiernos. En base a estas ideas, el Banco Central Europeo no podía aceptar que se intentara poner la política monetaria al servicio del crecimiento y de la creación de empleo.

La política monetaria común se iniciaba así en un clima polémico. Como hemos visto, aunque los más graves riesgos de una cercana recesión mundial parecían haber retrocedido al concluir el año 1998, aún persistían importantes incertidumbres sobre el futuro. El ritmo de actividad en la zona del euro había descendido a lo largo del año hasta registrar una notoria debilidad en el último trimestre, que sólo con un considerable retraso iba a revelarse como el punto más bajo de la fluctuación. Dentro del área del euro, las situaciones de las diversas economías nacionales mostraban grandes disparidades: en un extremo, Alemania e Italia registraban una fuerte atonía en sus tasas de crecimiento, mientras que, en el extremo opuesto, países como Holanda, Irlanda, España y Portugal crecían con vigor. El índice de precios de consumo del área venía registrando tasas de avance declinantes hasta situarse en la zona del 1%, es decir, por debajo del 2% que el Banco Central Europeo había adoptado como tasa de inflación máxima aceptable, pero el débil incremento de los precios de consumo tenía su origen básico en la caída de los precios del petróleo y, en menor medida, de los precios de otros productos primarios en los mercados internacionales; y también en el terreno de los precios comenzaban a apreciarse disparidades significativas entre los países de la zona. Finalmente, el área del euro venía manteniendo unas políticas monetarias suaves, ya antes de la constitución de la Unión Monetaria, de modo que ésta se inició con un tipo de interés de intervención del 3%, que constituía un mínimo histórico; y podían albergarse dudas de que los problemas de los países del área más afectados por la debilidad coyuntural pudieran aliviarse simplemente con medidas monetarias.

Sobre esta situación compleja e incierta, abundante en elementos susceptibles de interpretaciones dispares, vinieron a incidir las continuas manifestaciones de algunas autoridades alemanas en favor de una baja importante e inmediata de los tipos de interés practicados por el Banco Central Europeo; y esas manifestaciones, que encontraron eco en autoridades de algún otro país del área, se vieron reforzadas por las procedentes del mundo anglosajón, e incluso del Fondo Monetario Internacional, que solicitaban del Eurosistema una política monetaria más expansiva que contribuyera a la recuperación de la economía mundial y que no dejara el apoyo a ésta exclusivamente en las manos de Estados Unidos.

No haré larga esta historia. Una cosa es que el Banco Central Europeo sea una institución independiente —y hay que decir que en ningún momento del debate se quebró esa independencia— y otra cosa es que el Banco pueda ignorar un clima extendido de opinión sobre temas debatibles. El resultado final fue que el Banco Central Europeo decidió rebajar su tipo de intervención en medio punto, hasta el 2,50%, en los primeros días del mes de abril, sin que ello implicase asumir una buena parte de los argumentos utilizados por los defensores exteriores de una política monetaria más expansiva. Seguramente no hubiera adoptado la decisión si los precios de consumo para el conjunto del área no hubieran estado creciendo a un ritmo tan bajo como el 1%.

La evolución posterior de la zona del euro es conocida. El ritmo de actividad ha avanzado con lentitud en el primer semestre de 1999, para acelerarse desde mediados de año como resultado, principalmente, del efecto sobre las exportaciones de la recuperación de la economía mundial, con la ayuda de la importante depreciación del euro; también la demanda interna ha tendido a mejorar como consecuencia, en el caso alemán, de la mejora de expectativas resultante del cambio de política económica operado en la primavera y, en todos los países, por los efectos de la política monetaria de bajos tipos de interés. En el terreno de los precios, la fuerte alza registrada en el precio del petróleo desde el mes de marzo y la detención observada en el descenso de los precios de numerosas materias primas en los mercados internacionales han hecho revisar al alza las previsiones de inflación en el área. A medida que se ha consolidado la recuperación de la zona y que las expectativas de precios se han elevado, la política monetaria que el Banco Central Europeo ha venido practicando ha revestido un carácter más obviamente acomodante y, en consecuencia, ha cobrado más fuerza la opinión de quienes consideran adecuada una pronta revisión al alza del tipo de interés de intervención. Ésta es la situación en la que nos encontramos.

Quiero, para concluir, destacar un problema característico de toda unión monetaria que la Unión Monetaria Europea ha tenido que afrontar desde los primeros meses de su existencia.

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo ha de fijar el tipo de interés de intervención —que es su instrumento básico de política monetaria— al nivel que estime adecuado teniendo en cuenta las previsiones económicas y de precios para el conjunto del área. Ahora bien, las economías de los países que integran dicho conjunto estarán, en cada momento, en situaciones distintas, de modo que la política monetaria común adoptada afectará a cada una de ellas de modo diverso. Es inevitable que, como consecuencia de los diferentes tamaños de las

economías nacionales participantes, el tono de la política monetaria común se vea más influido por las condiciones imperantes en los países más grandes y con mayor peso económico; por lo mismo, la política monetaria común se verá menos afectada por las condiciones particulares de las economías medias y pequeñas, que, en este sentido, hacen una mayor dejación relativa de soberanía monetaria al incorporarse a la Unión. Todo ello tendrá poca importancia mientras la evolución de las economías participantes en la Unión no sea muy dispar o cuando, existiendo divergencias apreciables, los países de mayor dimensión ocupen una posición intermedia en la gama de situaciones dispares. Los problemas serán, por el contrario, significativos cuando un grupo de países grandes, y que ocupe una posición extrema en el abanico de situaciones económicas nacionales del área, sesgue, inevitablemente, la política común hacia una tónica adecuada a sus circunstancias particulares.

Esto último es lo que ha ocurrido, como ya hemos visto, en los primeros meses de existencia de la Unión Monetaria, con el resultado de que la política monetaria común adoptada ha resultado demasiado laxa para el grupo de economías medias y pequeñas (España, Irlanda, Portugal), que venían mostrando los ritmos de crecimiento más altos del área como resultado, principalmente, de las importantes bajas registradas en sus tipos de interés para incorporarse a la Unión Monetaria.

Cuando esto sucede, los países afectados han de estar dispuestos a compensar los efectos de la laxitud de la política monetaria común para sus economías utilizando otras armas de la política económica. Su objetivo deberá ser impedir que las desviaciones alcistas de precios favorecidas por las condiciones monetarias se hagan persistentes y conduzcan a tensiones inflacionistas que, en una Unión Monetaria, acaban corrigiéndose a través de pérdidas de competitividad y de contracciones de la actividad y el empleo. Las líneas de actuación compensatoria habitualmente propuestas son las políticas estructurales —entendiendo por tales las orientadas a aumentar el grado de competencia y de flexibilidad en los mercados— y las políticas fiscales de signo restrictivo. La propuesta es adecuada, siempre que se tengan en cuenta las diferencias entre las dos líneas de actuación recomendadas. Las políticas de mayor competencia y flexibilidad son siempre deseables y hacen a los países menos proclives a la inflación; pero no son políticas en las que pueda confiarse para lograr efectos relevantes a corto plazo. Las políticas fiscales de signo restrictivo son más adecuadas en este sentido, aunque su utilización como arma compensatoria coyuntural se enfrenta con muchas dificultades. Esto, por una parte, refuerza la conveniencia de avanzar con vigor por el camino de las reformas estructurales, existan o no existan problemas con la política monetaria; y subraya,

por otra parte, las dificultades que la falta de sincronía entre las economías puede plantear en una Unión Monetaria.

En resumen, la política monetaria común se ha iniciado en un contexto complejo resultante, por una parte, de los elementos recesivos que han afectado a la economía mundial hasta bien entrado este año y, por otra, de la diversidad de situaciones en las que se han encontrado los países de la zona del euro como consecuencia de cambios en las políticas nacionales, en unos casos, y de la diversidad de los ajustes que han tenido que realizar, en otros casos, para incorporarse a la Unión Monetaria. De la experiencia de esos meses se obtendrán, sin duda, enseñanzas sobre el diseño y la instrumentación de la política monetaria común y sobre la comunicación del Sistema Europeo de Bancos Centrales con el público y los mercados. Los países miembros de dimensión media y pequeña deberían, por su parte, reflexionar sobre la conveniencia de estar preparados para realizar ajustes rápidos en otras ramas de la política económica cuando la política monetaria común, adoptada a partir de las condiciones generales del área, no se adapte bien a sus situaciones particulares —problema que se repetirá, sin duda, a pesar de que la Unión Monetaria tenderá a acentuar la sincronía cíclica de las economías que la integran.

