



La política monetaria del Euro

Fernando Gutiérrez Junquera

Director del Departamento de Estudios Económicos y Monetarios

1. Introducción

El 1 de enero de 1999 se creará el Euro, y se comenzará a aplicar una política monetaria única y común para los once países que van a acceder a la Unión Monetaria Europea.

El organismo encargado de diseñar y ejecutar la política monetaria del Euro es el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), compuesto, a su vez, por los bancos centrales de los países miembros y por el Banco Central Europeo (BCE), con sede en Frankfurt.

El SEBC estará regido por un Consejo de Gobierno y un Comité Ejecutivo. Este último consta de seis miembros (un presidente, un vicepresidente y cuatro vocales); estará encargado de la gestión diaria del BCE y de la ejecución de las directrices de política monetaria. Será el Consejo de Gobierno, del que forman parte los miembros del Comité Ejecutivo y los presidentes de los once bancos centrales de los países que accederán al Euro, el que establezca esas directrices.

La misión primordial del SEBC, tal y como se establece en sus estatutos, aprobados como un protocolo anejo al Tratado de Maastricht de la Unión Económica y Monetaria, es alcanzar y mantener la estabilidad de los precios.

Por tanto, a este propósito debe dirigir el SEBC la política monetaria que diseñe y ejecute. El que la política monetaria sea común significa que sus objetivos serán únicos y compartidos por todos los países, como lo será también la estrategia para alcanzarlos, es decir, el conjunto de criterios, reglas y procedimientos que se utilicen para tomar las decisiones de política monetaria. A su vez, estas decisiones también serán únicas y válidas para todos, y se ejecutarán mediante operaciones (lo que se conoce como "instrumentación" de la política monetaria) que garanticen la igualdad de condiciones en todos los países del área.

La decisión final sobre las características de la política monetaria del Euro corresponde, según el Tratado, al SEBC. Este anunciará los últimos detalles en las próximas semanas, pero ya se tiene un conocimiento suficiente previo como para comentar sus aspectos básicos.

2. La política monetaria única: aspectos fundamentales

Como se ha comentado, el objetivo legalmente fijado para el SEBC

es la estabilidad de precios. Para alcanzar ese objetivo, el Banco Central Europeo, al igual que la inmensa mayoría de los bancos centrales, utilizará una variable instrumental, que será un tipo de interés a corto plazo. La modificación de ese tipo de interés será el principal mecanismo que utilice el Banco Central para señalar cambios en el tono -más o menos restrictivo o expansivo- de la política monetaria.

Dicho tipo de interés, para que la política monetaria sea única, habrá de ser el mismo en todos los países del área. Por eso, se ha puesto especial énfasis en el diseño de un esquema de instrumentación de la política monetaria que garantice ese resultado.

La instrumentación de la política monetaria será descentralizada. Esto quiere decir que cada uno de los bancos centrales de los diferentes países miembros operará en su mercado nacional, realizando operaciones con las entidades residentes en ese país. Ahora bien, las características concretas de estas operaciones estarán armonizadas (tanto en lo que se refiere a los instrumentos utilizados, como en los procedimientos, horarios, etc. de intervención). Por supuesto, las condiciones de tipos de interés de esas operaciones serán exacta-

mente iguales en todos los países. Pero esto no garantiza por sí mismo que en todo momento los tipos se sitúen en los distintos mercados nacionales en niveles exactamente iguales. Factores específicos de demanda o de oferta podrían hacer que los tipos de interés en unos y otros mercados divergieran en cuantías significativas en determinados momentos.

Para evitarlo se ha previsto que estos mercados puedan comunicarse entre sí de una manera rápida, segura y barata.

Este es el propósito de TARGET. TARGET es el acrónimo en inglés del *Sistema Automatizado Trans-Europeo de Transferencias con Liquidación en Tiempo Real*, que denomina al futuro sistema de grandes pagos del SEBC. Con este sistema, todos los bancos residentes en los once países de la UME y -con algunas restricciones- también los residentes en los restantes países de la UE podrán transferir recursos de una parte a otra del área del Euro, utilizando para ello las cuentas de las que disponen en los bancos centrales nacionales.

Los diferenciales de los tipos de interés de la deuda emitida en distintos países de la UME serán mucho menores que en el pasado

Este mecanismo es fundamental para garantizar el arbitraje y la igualación de los tipos en los mercados monetarios en el área de la UME. En efecto, TARGET permite transferir de forma rápida y económica grandes cantidades de recursos líquidos de un país a otro; así, si en el país "X" los tipos en los mercados monetarios se elevaran por encima del país "Y", los bancos de "X" con recursos prestables los prestarían a bancos de "Y"; este trasvase continuaría hasta que las diferencias entre los tipos vigentes en uno y otro mercado nacional fueran menores que el coste de la transferencia.

En suma, los tipos de interés a corto plazo -los tipos de los mercados monetarios- serán, en la práctica, iguales en todos los países de la UME. En los tipos a largo, sin embargo, permitirán pequeños diferenciales entre unos y otros prestatarios. Estos diferenciales no reflejarán ya riesgo cambiario alguno, puesto que todos los países compartirán la misma moneda, sino la diferente liquidez de los valores y calidad crediticia de sus emisores. En consecuencia, los diferenciales de los tipos de interés de la deuda emitida en distintos países de la UME serán mucho menores que en el pasado. Por ejemplo, entre la deuda española a diez años y la equivalente alemana, los diferenciales vinieron oscilando entre los 3 y los 5 puntos porcentuales. A medida que se fue confirmando el acceso de España a la UME se fueron reduciendo hasta alcanzar un mínimo de 0,15 puntos. Este diferencial, después, se ha ampliado algo, hasta 0,4 puntos, en el marco de la inestabilidad reciente de los mercados financieros mundiales, pero no es probable que cuando se cree efectivamente el Euro vaya a superar los 0,2 puntos.

3. Los instrumentos de la política monetaria

Para guiar la evolución del tipo de interés de corto plazo, que constituye su objetivo instrumental, el SEBC dispondrá de distintos instrumentos:

- **Un coeficiente de caja:** Las entidades financieras deberán mantener depósito en los bancos centrales por una cuantía aún sin fijar, pero que estará, según se ha anunciado, entre el 1,5 y el 2,5% de sus pasivos computables. Estos depósitos estarán remunerados al mismo tipo que el establecido para las operaciones de intervención "principales" (véase más abajo)
- **Una facilidad de crédito:** Con ella las entidades podrán obtener dinero del Banco Central en cualquier momento -presentando las correspondientes garantías- si estuvieran escasas de liquidez. Tendrá un tipo más alto que el de las intervenciones en los mercados, y supondrá el límite superior de los tipos en el mercado interbancario (puesto que en el momento en el que estos últimos superen a los establecidos para la facilidad de crédito, los bancos que lo necesiten recurrirán a la facilidad de crédito del banco central).
- **Una facilidad de depósito:** Las entidades que dispongan de recursos líquidos ociosos podrán depositarlas en el Banco Central a un tipo de interés inferior al de las operaciones de intervención. Por razones similares a las antes explicadas, el tipo del depósito supondrá un límite inferior a los tipos interbancarios (si los tipos interbancarios bajaran a un nivel inferior al de la facilidad de depó-



EL EURO



EL EURO



sito, los bancos con recursos prestables los colocarán en el banco central).

- De esta forma, la facilidad de créditos y la de depósitos determinan un "corredor" para los tipos de interés a corto plazo. Los tipos fijados para ambas constituirán, por tanto, señales importantes acerca de los propósitos del SEBC sobre la evolución de los tipos de interés. Dentro de esos límites, el SEBC guiará los tipos de interés con **operaciones en los mercados**. Estas serán de varios tipos.
- ♦ Principales: Mediante subasta de "repos" se proporcionará el grueso de la financiación a las entidades. El tipo al que se realicen constituirá un tipo oficial, señalizador de las intenciones del SEBC. Tendrán lugar cada semana, y un vencimiento quincenal.
- ♦ De financiación a más largo plazo: Menores en volumen, y sin intención señalizadora. Proporcionarán financiación a tres meses. Las subastas se realizarán cada mes.
- ♦ De ajuste: No tendrán periodicidad fija. Serán operaciones a muy corto plazo cuando entre subasta y subasta los tipos en los mercados se alejen de los objetivos del SEBC. Al contrario que las anteriores, podrán ser tanto de financiación (inyección de liquidez) como de drenaje (retirada de liquidez).

Además, el SEBC podrá realizar otras operaciones a voluntad, sin periodicidad fija, tales como emisión de certificados, compra-ventas de valores a vencimiento, captación de depósitos adicionales a los del coeficiente de caja, swaps de divisas, etc ...

Debe destacarse que para todas las operaciones que impliquen préstamo del SEBC a las entidades, se exigirán garantías, de forma que las operaciones adoptarán la forma de repos, o préstamos con garantía. No se ha hecho pública todavía la lista de activos autorizados como subyacentes para estas operaciones. Pero se ha anunciado ya que será una lista muy amplia y que, al contrario que lo que era la costumbre del Banco de España, se admitirá tanto papel de emisiones públicas como privadas, siempre que tengan las condiciones requeridas de solvencia, liquidez, etc.

Asimismo, para ayudar a la decisión sobre el nivel adecuado de los tipos de interés en cada momento, de cara a conseguir la estabilidad de precios, el Sistema Europeo de Bancos Centrales debe dotarse de un conjunto de criterios, procedimientos e indicadores.

Esto, que se llama "estrategia" de la política monetaria, no ha sido aún decidido formalmente. Sin embargo, todo hace pensar que el SEBC definirá de manera precisa qué entiende por estabilidad de precios (posiblemente un aumento no superior al 2% anual en el conjunto del área del Euro) y se servirá de un conjunto amplio de indicadores reales y financieros para evaluar las perspectivas de la inflación. Entre ellos tendrán una importancia especial los agregados monetarios, para lo que ya se están elaborando series agregadas de las distintas definiciones de la cantidad de dinero. ■