

La Política Monetaria española y europea tras la instauración del Euro

Alberto Camarero Orive

Dr. Ingeniero de Caminos, Canales y Puertos. Licenciado en Economía
Profesor titular interino. Dpto. de Transportes. UPM

Beatriz Camarero Orive

Licenciada en Economía

RESUMEN

El establecimiento de la moneda única y la formación del Sistema de Bancos Centrales Europeos ha significado para los países de la Unión Monetaria y Económica un importante cambio respecto a su política monetaria. Este artículo analiza cuáles han sido las principales consecuencias para el caso de España, así como las claves fundamentales que rigen la nueva política monetaria de la zona euro.

ABSTRACT

The introduction of the single currency and the establishment of the European System of Central Banks has brought about important changes in the monetary policies of countries within the Economic and Monetary Union. This article analyses the main consequences for Spain as well as the fundamental aspects governed by the new Euro monetary policy.

INTRODUCCIÓN

El establecimiento de la Moneda Única Europea, como culminación de un proceso de Unión Económica y Monetaria, ha sido sin duda uno de los acontecimientos financieros europeos más significativos del siglo.

La Unión, una vez realizada la creación de la Unión Económica y Monetaria, tiene un papel más relevante todavía, ya que debe incidir en los procesos de globalización y homogeneiza-

ción de los mercados, consiguiendo estabilidad y equilibrio. La opinión de los expertos es casi unánime sobre la repercusión económica de la Unión, que básicamente se centra en los siguientes aspectos:

- ▼ Favorecer la estabilidad de los precios en todos los países.
- ▼ Reforzar la capacidad de resistencia a las presiones especulativas exteriores.

- ▼ Homogeneizar los tipos de interés para todos los Estados miembros; es presumible igual tendencia en la inflación.
- ▼ Agilizar los intercambios comerciales.
- ▼ Favorecer la creación de empleo estable.

EL PROCESO DE CONVERSIÓN AL EURO: LA POLÍTICA MONETARIA Y LAS CUENTAS DE LAS ENTIDADES EN EL BANCO DE ESPAÑA.

El pasado 1 de enero de 1999, el nuevo Banco Central Europeo (BCE) y los respectivos bancos nacionales integrados en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), cambiaron sus cuentas a euros, iniciándose la instrumentación de la política monetaria unificada.

El proceso de la Unión Monetaria Europea (UEM) se está ajustando al calendario previsto. A continuación se describe cómo está discurriendo en la práctica este proceso en el caso español.

Los mercados monetarios

El 1 de enero de 1999 se cambiaron a euros las cuentas de tesorería, siendo operativas el día 4 de dicho mes (primer día laborable del año).

El mercado de depósitos interbancarios, que sirve para redistribuir los activos de caja entre las entidades de crédito con excedentes o deficitarias de liquidez de base, pasó a negociarse en la nueva moneda. El Banco de España transformó en euros los saldos vivos de los depósitos interbancarios, contratados con anterioridad al 1 de enero de 1999 y registrados en el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, liquidando las amortizaciones en esta moneda a su vencimiento.

Por otro lado, el 1 de enero de 1999 nació también un nuevo tipo de interés, el EURIBOR, que es el índice de referencia de las operaciones crediticias bancarias para los países que integran la UEM. El EURIBOR es la media aritmética de las cotizaciones diarias de los tipos de oferta del panel de instituciones financieras con el mayor volumen de negociación en los mercados financieros de la zona euro. De las 57 entidades financieras que forman el panel del EURIBOR, 47 corresponden a países de la UEM, 4 a países de la UE (no UEM), 3 a Estados Unidos, 2 a Suiza y 1 a Japón.

El artículo 32 de la Ley 46/1998 de 17 de diciembre (Ley Paraguas) establece que el tipo de interés del mercado interbancario a un año (MIBOR) para aplicar a los préstamos hipotecarios vigentes al 1 de enero de 1999, se siga calculando y publicando mientras concurren los requisitos técnicos necesarios para su elaboración.

También existen otros índices de referencia como el EONIA ("Euro Over-Night Index Average"), que es el tipo de interés a un día o el EUROLIBOR, que es el tipo de interés al que unos

determinados bancos de la City de Londres están dispuestos a prestarse euros.

Los mercados de deuda pública

Desde el 1 de enero de 1999 las nuevas emisiones de deuda pública se emiten en euros, coexistiendo euros y pesetas.

Los títulos al descuento, como las Letras del Tesoro emitidos, con un plazo de vida entre seis y dieciocho meses se ha esperado a amortizarlos en pesetas para colocar nuevos títulos denominados en euros. En los Bonos y Obligaciones, con pago de interés explícito anual o semestral, se ha aprovechado el día del vencimiento del cupón para proceder a red denominar los saldos en circulación. Como la conversión al euro nos da valores no enteros se ha adoptado un criterio para "liquidar los picos", que se recoge en el artículo 11 de la ley 46/98.

Las cuentas corrientes no bancarias en el Banco de España

El Banco de España presta sus servicios de caja al Tesoro Público, a las Comunidades Autónomas y a otros entes públicos. Para ello el Banco de España abre a estos agentes cuentas corrientes, que no han sufrido una conversión súbita y masiva. Hasta que no se esté en la fase del canje de billetes y monedas, las Administraciones Públicas podrán recibir las distintas liquidaciones de impuestos, tasas y demás pagos al Tesoro en pesetas, sin que apenas se modifique el régimen de liquidación y asiento en cuenta. Esto es posible, gracias al desdoblamiento de las sesiones de intercambio, que se lleva a cabo en la Cámara de Compensación y en el Sistema Nacional de Compensación Electrónica, manteniendo una sesión en euros y otra en pesetas.

El cambio de los billetes y de las monedas en circulación

Recientemente se ha aprobado un nuevo calendario, más corto, para la puesta en circulación del euro y la desaparición de la peseta. A partir del 1 de enero del 2002, se iniciará la puesta en circulación, en todos los países de la Unión Económica y Monetaria de los nuevos billetes y monedas en euros, y la retirada masiva de las antiguas emisiones nacionales.

Respecto a la cohabitación entre el euro y la peseta, de los seis meses acordados en un principio por la UEM se ha pasado a un período de entre cuatro semanas y dos meses, a elección de cada miembro de la Unión Económica y Monetaria. En España se ha decidido que la peseta coexistirá con el euro desde el 1 de enero de 2002 hasta el 28 de febrero del mismo año. De esta forma el 1 de marzo de 2002, la peseta dejará de existir como medio de pago de curso legal, aunque se podrá seguir canjeándola por tiempo ilimitado. Su muerte como unidad de cuenta del sistema monetario en los instrumentos jurídicos tendrá fecha de 1 de enero de 2002.

Respecto al período de coexistencia, se pretende que desde el 15 de enero de 2002, todas las operaciones comerciales se hagan en euros. Los hechos más importantes de esta etapa son los siguientes:

▼ **Canje inverso:** Las entidades de crédito no realizarán canje inverso, es decir, billetes y monedas denominadas en pesetas contra entrega de billetes y monedas denominadas en euros. En este mismo sentido, el Banco de España tampoco distribuirá billetes y monedas en pesetas a partir del 1 de enero de 2002.

▼ **Cajeros automáticos:** El objetivo es que todos los cajeros automáticos de la red nacional distribuyan sólo billetes en euros desde el 1 de enero de 2002. El pequeño porcentaje que no pudiera conseguirlo podría seguir distribuyendo pesetas durante la primera quincena de enero.

▼ **Comercio:** En la medida de lo posible, los comercios volverán cambiar sólo en euros, siempre que los clientes no se opongan.

▼ **Canje en las entidades de crédito:** A partir del 1 de enero de 2002, las pesetas se podrán cambiar por euros de forma gratuita en las entidades de crédito hasta el 30 de junio de 2002. A partir de esa fecha se podrán seguir canjeando por tiempo ilimitado sólo en el Banco de España.

A modo de conclusión se puede decir que la conversión de la peseta al euro será un proceso que durará tres años y dos meses, que este cambio ya ha afectado a los mercados monetarios y de deuda pública y, que el proceso finalizará con la retirada del antiguo efectivo en circulación. Gracias a la modificación de los sistemas de transmisión de la Cámara de Compensación y el Sistema Nacional de Compensación Electrónica es posible recibir y enviar pagos en euros y en pesetas.

LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

La política monetaria única se puede definir como "la política en la que las operaciones de regulación de liquidez tienen condiciones iguales para entidades localizadas en cualquier parte del área de aplicación de aquella".

Compartir una misma moneda es el hecho que define a toda la Unión e impone una política monetaria común. A su vez, implica la existencia de un órgano responsable, el Banco Central Europeo (BCE), creado el 1 de enero de 1999.

El Tratado de la Unión Europea (TUE) atribuye al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) las funciones de diseño y ejecución de la política monetaria de los países que conforman el área del euro. Así, el 1 de enero de 1999, fecha en la que comenzó la tercera fase de la UME, la soberanía monetaria de los estados miembros de la UE pasó al SEBC, que está constituido por el Banco Central Europeo (BCE) y por todos los bancos centrales nacionales de los países de la UE, inclui-

dos con ciertas particularidades, los de los estados miembros que no forman parte, inicialmente de la UME.

El BCE, tiene su sede en Frankfurt y, es la institución central y de gobierno de la política monetaria dentro de la UE. Los Bancos Centrales Nacionales de la UE disponen de una serie de funciones y una participación en los órganos de gobierno del BCE. El grado de participación de los Bancos Centrales Nacionales (BCN) está en función de su *status* de plena pertenencia a la UME, o de país transitoriamente excluido de la misma, *con derogación*, en la terminología del Tratado.

El tratado establece que los órganos de gobierno del BCE son el comité ejecutivo, el consejo de gobierno y el consejo general, y que son nombrados por los gobiernos de los estados miembros que forman parte de la UME.

Las funciones que el BCE asume (inicialmente asumió las funciones del Instituto Monetario Europeo), junto con el SEBC en la fase actual son ya plenas. Teniendo en cuenta que el objetivo primordial asignado al SEBC es el de mantener la estabilidad de los precios, las funciones básicas que lleva a cabo son las siguientes:

▼ Definir y ejecutar la política única.

▼ Realizar operaciones en divisas coherentes con la política cambiaria establecida.

▼ Poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros.

▼ Promover el buen funcionamiento de los sistemas de pagos en el área del euro.

▼ Autorizar la emisión de billetes de Banco en el área del euro.

Además debe de ser consultado por el Consejo Europeo, órgano ejecutivo de la Unión, en todo lo referente a la política cambiaria exterior de la Comunidad.

La estrategia de política monetaria del SEBC

Una estrategia de política monetaria puede definirse, en términos amplios, como "el conjunto de criterios y procedimientos mediante los cuales el Banco Central toma decisiones acerca de cómo alcanzar sus objetivos últimos". Por consiguiente, un primer elemento clave para la definición de la estrategia del SEBC es el *objetivo último*, que esté señalado por el propio TUE, en su artículo 105: "el mantenimiento de la estabilidad de precios".

En cuanto a los criterios y procedimientos que permitan a la SEBC alcanzar esta meta, ha de tenerse en cuenta la existencia de un proceso de transición complejo, entre la puesta en práctica de una acción de política monetaria y su efecto sobre los precios, determinándose de esta manera las características deseables de una estrategia de política monetaria que deben de atender a dos aspectos principales: el proceso inter-

no de toma de decisiones, y su presentación y explicación al público.

Las conclusiones que se pueden extraer de la estrategia política monetaria del SEBC son las siguientes:

- ▼ El SEBC debe prever/publicar una cuantificación precisa de su objetivo último.
- ▼ El SEBC debe hacer público los objetivos de la política monetaria para períodos determinados.
- ▼ La estrategia del SEBC debe tener en cuenta la información relevante y, por tanto, fundamentarse en un conjunto amplio de indicadores que ayudarán a valorar las perspectivas de la evolución de los precios.
- ▼ Entre estos indicadores, el SEBC debe incluir en lugar destacado, los agregados monetarios, anunciando rangos de crecimiento que podrían presentarse bien como objetivos intermedios, bien como referencias sin carácter de objetivo.
- ▼ Bajo cualquier estrategia, el SEBC debe disponer de sus propias previsiones de inflación, que ayudarán a la toma de decisiones.
- ▼ El SEBC debe establecer mecanismos bien definidos de comunicación al público, que incluyan como elementos imprescindibles, la publicación de los objetivos a alcanzar, así como de las previsiones y supuestos principales con los que se hayan elaborado, la publicación regular de datos y análisis relevantes para la política monetaria y, la explicación de las desviaciones que pudieran producirse con respecto a los objetivos de las acciones de la política monetaria.

Es de destacar que el principio básico que ha inspirado el esquema de instrumentación de la política monetaria del SEBC es el de la eficiencia operativa. Si el objetivo último debe de ser la estabilidad de los precios, el SEBC debe de tener a su alcance los instrumentos necesarios para asegurar que las condiciones monetarias sean en todo momento aquellas que considere adecuadas para alcanzar el objetivo. Existe un consenso general en que la variable que la política monetaria debe controlar directamente es la de los tipos de interés a muy corto plazo. Por tanto, el esquema de instrumentación está basado en conseguir la información precisa para actuar en consecuencia.

Como ha quedado dicho, el primer elemento clave para la definición de la estrategia del SEBC es el mantenimiento de la estabilidad de precios, es decir, la contención de la inflación por debajo de las previsiones acordadas. En este sentido, el alza en el precio del crudo que desde hace algunos meses se está produciendo hace peligrar las previsiones de inflación. Así, la autoridad monetaria ha elevado sucesivamente hasta el 4,75% actual, (el último se ha realizado el día 5 de octubre de 2000) los tipos de interés para contener las presiones inflacionistas motivadas por el elevado precio del petróleo y por la ba-

ja cotización del euro, que está rozando los mínimos históricos. Con esta subida de los tipos de interés, se contabilizan siete desde enero de 1999, cuando se estrenó la moneda única; incrementándose el precio del dinero en 2,25 puntos. Otra de las recientes actuaciones del BCE, ha sido su intervención en los mercados, concertada con Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Canadá, el pasado 22 de septiembre de 2000, en virtud de las "posibles implicaciones adversas para la economía mundial".

En palabras de Wim Duisenberg, presidente del BCE, el bajo valor externo del euro, eleva los riesgos inflacionistas y ha justificado la primera intervención en los mercados. Además considera que una de las funciones del Banco que preside es la de vigilar de cerca los acontecimientos y cooperar en los mercados de divisas de manera apropiada.

Respecto al aumento gradual de los tipos de interés realizado por el BCE en sus casi dos años de existencia, éste proviene básicamente de la composición de su Consejo de Gobierno, formado por diecisiete miembros de los once países de la UEM. Estos países tienen diferentes tasas de inflación y crecimiento económico. Este hecho, unido a que lo que le importa al BCE es el promedio de la inflación, hace que sea difícil llegar a acuerdos sobre la política a aplicar, más cuando las decisiones se toman mediante consenso, y no por votación. En este sentido es interesante destacar la *regla de Taylor* que se utiliza de forma habitual para analizar este tipo de hechos. La regla postula que un banco central reacciona modificando sus tipos a corto plazo en función de las expectativas de desviación de la inflación respecto del objetivo considerado, un 2% para el BCE, y de cómo se sitúa el crecimiento económico respecto a su potencial. Así, no es extraño que el BCE nos vuelva a sorprender con un nuevo aumento de los tipos de interés en breve, para alcanzar el promedio del 5% que la regla anterior pronostica.

INSTRUMENTOS DEL SEBC PARA LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

Además de los principios detallados en el punto anterior, el diseño del esquema de instrumentación de la política monetaria del SEBC se ha guiado también por los siguientes principios:

- ▼ La armonización de los instrumentos y prácticas con el fin de asegurar que la política monetaria sea única.
- ▼ Pautas de seguimiento estricto por los bancos centrales nacionales.
- ▼ Las operaciones entre bancos centrales y los intermediarios financieros han de realizarse de acuerdo con el marco de una economía de mercado.
- ▼ Todos los intermediarios que operen en el SEBC deben ser tratados de modo equitativo.

▼ Mantenimiento de un alto grado de descentralización en la ejecución de la política monetaria.

Así, los instrumentos a disposición del SEBC para realizar su política monetaria, se resumen en los siguientes grupos:

Las operaciones de mercado abierto

Son operaciones utilizadas para ajustar a muy corto plazo el nivel de los tipos de interés. Son tres tipos de operaciones:

▼ **operaciones regulares:** Las más usuales son las operaciones temporales, que en algunos países como España adoptan la forma de compraventas temporales de activos. Estas operaciones se ejecutan mediante subastas, que incorporan un grado notable de descentralización. A través de las operaciones temporales se llevan a cabo las operaciones regulares de mercado abierto, siendo las más importantes las llamadas "principales", que tienen lugar semanalmente y proporcionan el grueso de la liquidez que precise el mercado a un plazo de dos semanas. El tipo de interés de las subastas de estas operaciones constituye una de las referencias principales de la política monetaria. Asimismo, existe otro tipo de operaciones regulares a más largo plazo, con periodicidad mensual y un vencimiento de tres meses, en el que se inyecta un volumen reducido de liquidez. Con estas últimas operaciones, el SEBC no pretende aportar alguna señal de política monetaria, por lo que en el procedimiento para asignar estos recursos, funciona como precio aceptante, es decir, el precio que indique el mercado.

▼ **operaciones de ajuste:** las operaciones de mercado abierto también son utilizadas para ajustar el nivel de los tipos de interés. Estas operaciones de ajuste pueden ser tanto de inyección como de drenaje, dependiendo de cómo el SEBC desee guiar la evolución de la liquidez y de los tipos de interés en cada momento. Estas opciones se instrumentan, básicamente, mediante operaciones temporales, pero también a través de compraventa de valores a vencimiento, la negociación de swaps de divisas y la aceptación por parte del SEBC de depósitos de las entidades a plazo fijo.

▼ **operaciones estructurales:** estas operaciones pretenden un cambio más estable de la posición de liquidez del conjunto del sistema. Pueden utilizarse cuando se deseen corregir situaciones que se prevén prolongadas y en la medida que se juzguen convenientes.

Los principales instrumentos utilizables son las operaciones temporales para inyectar liquidez y la emisión de certificados por parte del SEBC para drenar liquidez. Pero también pueden realizarse con el mismo objetivo la compra o la venta de activos a vencimiento.

Facilidades permanentes

El segundo tipo de instrumentos a disposición de las entidades que operan en el SEBC lo componen las denominadas facilidades de crédito y depósito (para provisión o absorción de liquidez). Mediante la facilidad marginal, las entidades pueden, en cualquier momento, obtener liquidez del SEBC al plazo de un día, mediante la presentación de una garantía suficiente y un tipo de interés superior al fijado en las operaciones regulares de suministro de liquidez. Dado que esta facilidad está continuamente a disposición de las entidades, el tipo de interés que se fije para la misma debe ser, en circunstancias normales, superior a los tipos de interés del mercado monetario a un día.

Las entidades tendrán acceso a otra facilidad de depósito. Mediante este instrumento podrán, en cualquier momento, solicitar la colocación de la liquidez que estimen oportuno en un depósito a un día remunerado en el Banco Central. El tipo de interés fijado para este depósito será inferior a los tipos de las operaciones de mercado abierto a un día. Estos límites generan una banda de interés que el SEBC puede modificar para orientar la política monetaria.

Coefficiente de caja

Por último, el SEBC puede usar el coeficiente de caja, instrumento que afecta a la posición estructural de liquidez del mercado monetario, contribuyendo a la estabilización de los tipos de interés y, si no fuera remunerado a tipos de mercado, podría contribuir al control de la expansión monetaria. Así, el SEBC remunerará la liquidez retenida por el coeficiente de caja, a un tipo igual a la media de los tipos de interés fijados en la subasta semanal.

MODIFICACIONES EN EL SISTEMA DE PAGOS Y COBROS INTRACOMUNITARIOS: EL SISTEMA TARGET

Promover un buen funcionamiento de los sistemas de pagos y cobros constituye una de las funciones habitualmente atribuidas a los bancos centrales. En el Tratado de la Unión Europea esta función se asignó al SEBC.

La creación de la moneda única ha fomentado la unificación de los medios de pago y cobro intracomunitarios y de los sistemas de compensación entre entidades de distintos países. Las operaciones de pago y cobro que hasta ahora eran de ámbito internacional, pueden actualmente completarse como operaciones de ámbito doméstico.

La razón principal es que la ejecución de la política monetaria única debe contar con un adecuado sistema de pagos y cobros de ámbito europeo que sirva de soporte técnico para la liquidación de las operaciones. Como consecuencia ha habido

que introducir modificaciones en los sistemas de pagos y cobros intracomunitarios de todos los países de la UE.

El sistema TARGET

El sistema TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System) acrónimo del "sistema de transferencia urgente automatizado transeuropeo para la liquidación bruta en tiempo real" es el futuro sistema de grandes pagos del SEBC. Un sistema descentralizado, basado en la interconexión de los sistemas de pago de cada país. Su característica principal es que se trata de un sistema de liquidación bruta en tiempo real, por lo que los pagos son liquidados individualmente (sin compensación previa) y con firmeza inmediata, una vez que han sido comunicados. Para ello es necesario que la entidad pagadora cuente con saldo previo en su cuenta con el banco central correspondiente, o bien que este último le otorgue el crédito necesario debidamente respaldado por las garantías correspondientes.

El sistema TARGET, que lleva operativo desde el 1 de enero de 1999, no es una creación totalmente nueva, sino que se trata de una adaptación de los RTGS (Real-Time Gross Settlement System) nacionales, es decir, de los sistemas de liquidación bruta en tiempo real que ya existían antes de la aparición del euro. En España, el RTGS utilizado es el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, que permitía desde mayo de 1997 ejecutar las órdenes cursadas a lo largo de una sesión y no al cierre de la misma. Una vez cargada en firma la cuenta, si la orden de pago era a favor de una entidad de crédito extranjera, se transmitía a su banco central correspondiente para abonarla en cuenta.

El objetivo principal del sistema TARGET es ofrecer un vehículo ágil y seguro para la ejecución de la política monetaria única. Por tanto, todas las operaciones de política monetaria única realizadas por los bancos centrales de los países integrados en la UME son canalizadas a través del TARGET, estando abierto también para cualquier otro tipo de pago de-

nominado en euros, ya sea relacionado con los mercados monetarios o con operaciones comerciales.

Es importante resaltar que, en principio, todos los bancos centrales de los países de la UE, y no solo los integrados en la UME, pueden conectarse al sistema TARGET para la liquidación de operaciones denominadas en euros.

Según el esquema descentralizado de TARGET, los participantes en el sistema, que son entidades de crédito, siguen manteniendo sus cuentas en los bancos centrales nacionales y no en el BCE. Las operaciones domésticas se siguen liquidando en el banco central correspondiente. En cuanto a los pagos transfronterizos entre países de la UE, se canalizan a través de los bancos centrales correspondientes a la entidad pagadora y a la entidad receptora del pago. Para ello, todos los bancos centrales están conectados entre sí, y con el BCE, formando lo que se ha denominado la red Interlinking.

El horario del sistema TARGET es amplio (de 7 a 18 horas) con el objeto de conseguir el solape con los horarios de apertura de los mercados americanos y asiáticos y, poder así liquidar en firme las compraventas simultáneas de divisas.

ÚLTIMAS MODIFICACIONES DE ADAPTACIÓN

Por resolución del 22 de febrero de 2000 (B.O.E. del 25 de febrero de 2000) del Consejo de Gobierno del Banco de España se aprobó la modificación del Reglamento interno del Banco de España del 14 de noviembre de 1996, en lo referente a sus principales funciones, a los actos jurídicos del Banco Central Europeo y a las normas internas de funcionamiento del Banco de España.

Estas modificaciones son fruto del proceso de adaptación del régimen del Banco de España a las previsiones del Tratado de la Unión Europea, para lograr su plena integración en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), y en consecuencia, para preparar su actuación, tras la determinación de los Estados que reunieron las condiciones necesarias para adaptar la moneda única, el 1 de enero de 1999. ■