



## La política monetaria del BCE/Eurosistema

Consulta nuestro glosario  
[www.generationeuro.eu/glossary/es](http://www.generationeuro.eu/glossary/es)

### 1. El mandato y la función de la política monetaria

El **Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea** asigna al Eurosistema el objetivo de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. En concreto, establece que «el objetivo principal del SEBC (Sistema Europeo de Bancos Centrales) será mantener la estabilidad de precios».

El reto al que se enfrenta el BCE puede enunciarse de la siguiente manera: a fin de garantizar el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, el Consejo de Gobierno del BCE ha de influir en las condiciones del mercado monetario y, con ello, en el nivel de los tipos de interés a corto plazo.

**Mercado monetario:** mercado en el que se obtienen, se invierten y se negocian fondos a corto plazo, utilizando instrumentos con un plazo a la emisión habitualmente igual o inferior a un año.

**Tipo de interés a corto plazo:** el tipo de interés aplicable a un préstamo u otra obligación con un plazo inferior a un año.

En primer lugar, la política monetaria es considerablemente más eficaz si constituye un firme anclaje para las expectativas de inflación, es decir, las expectativas de los ciudadanos referidas a incrementos de los precios en el futuro. A estos efectos, los bancos centrales deberían especificar sus objetivos, desarrollarlos y ceñirse a un método coherente y sistemático para el ejercicio de la política monetaria; además han de comunicar dichos objetivos con claridad. Estos son los elementos principales para adquirir un elevado nivel de **credibilidad**. Si un banco central no es fiel a su palabra, el público le retirará su confianza y el banco sufrirá las consecuencias. Por tanto, la credibilidad es una condición necesaria para influir en las expectativas de los agentes económicos.

En segundo lugar, debido a los retrasos con que se producen en la economía los efectos de los cambios de los tipos de interés (es decir, el proceso de transmisión), las modificaciones que se introduzcan hoy en la política monetaria no incidirán sobre el nivel de precios hasta transcurridos varios trimestres o incluso varios años. Esto significa que el banco central ha de determinar la orientación de la política monetaria requerida para poder mantener la estabilidad de precios en el futuro, una vez que la transmisión de estos efectos se haya producido. En este sentido, la política monetaria ha de mirar al futuro.

Aunque el banco central debe tener una perspectiva de futuro, la política monetaria no puede contrarrestar los efectos de acontecimientos imprevistos que tienen un impacto en la economía, lo que llamamos perturbaciones económicas. En el caso de perturbaciones imprevistas del nivel de precios (por ejemplo, las causadas por alteraciones de los precios internacionales de las **materias primas** o de los impuestos indirectos), resulta inevitable cierto grado de volatilidad a corto plazo. Además, debido a la complejidad del proceso por el que la política monetaria influye en la economía, los efectos de las perturbaciones económicas y de la política monetaria están siempre sujetos a un elevado grado de **incertidumbre**. Por estas razones, la política monetaria ha de adoptar una orientación a medio plazo, a fin de impedir un exceso de activismo y la introducción de una volatilidad innecesaria en la economía real.

Por último, al igual que otros bancos centrales, el BCE ha de tener en cuenta, entre otros factores, la considerable incertidumbre inherente a la fiabilidad de las estadísticas que recibe (los llamados **indicadores económicos**), el funcionamiento de la economía, es decir, la estructura de la economía de la zona del euro y el modo en que la política monetaria se transmite a la economía. Por lo tanto, una política monetaria con resultados satisfactorios ha de basarse en un conjunto amplio de indicadores — considerando toda la información relevante a fin de entender los factores que determinan la evolución de la economía — y no puede fundamentarse en un conjunto reducido de indicadores ni tampoco en un único modelo económico.

El Consejo de Gobierno del BCE ha adoptado y anunciado una estrategia de política monetaria<sup>1</sup> que garantiza la aplicación de un enfoque coherente y sistemático a las decisiones de política monetaria. Esta estrategia incorpora los principios generales mencionados para hacer frente a los retos de todos los bancos centrales, y tiene como finalidad constituir un marco general para la adopción de las decisiones sobre el nivel adecuado de los tipos de interés a corto plazo y su posterior comunicación al público.

## 2. Los elementos principales de la [estrategia de la política monetaria del BCE](#)

El primer elemento de esta estrategia es una definición cuantitativa de estabilidad de precios. Asimismo, la estrategia establece un marco para garantizar que el Consejo de Gobierno evalúa todos los datos y análisis necesarios para la adopción de decisiones de política monetaria dirigidas a mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

### 2.1 Objetivo primordial

El objetivo principal del Eurosistema es mantener la estabilidad de precios en la zona del euro y, por tanto, proteger el valor internacional de la moneda única, es decir, su **poder adquisitivo**. El mantenimiento de la estabilidad de precios es la contribución más importante que la política monetaria puede ofrecer para conseguir un entorno económico favorable y un elevado nivel de empleo. Un alto nivel de inflación o de **deflación** puede resultar muy costoso para la sociedad, tanto desde el punto de vista económico como social. Sin perjuicio de este objetivo, el Eurosistema apoya también las políticas económicas generales de la Unión Europea. Además, el Eurosistema actúa con arreglo al principio de una economía de mercado abierta, de conformidad con lo previsto en el Tratado.

Aunque el Tratado establece claramente que el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo primordial del BCE, no contiene una definición precisa de este concepto. Al objeto de describir este objetivo de forma más precisa, el Consejo de Gobierno del BCE hizo pública esta definición cuantitativa en 1998: **«La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro. La estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo»**. En 2003, el Consejo de Gobierno añadió que, en el contexto de esta definición, el BCE dirige sus esfuerzos a mantener la tasa de inflación en un nivel inferior, aunque próximo al 2% a medio plazo.

El Consejo de Gobierno decidió publicar una definición cuantitativa de la estabilidad de precios por diversas razones. En primer lugar, la definición ayuda a comprender mejor el marco de política monetaria porque clarifica y hace más transparente la interpretación que hace el Consejo de Gobierno del objetivo que le ha asignado el Tratado. En segundo lugar, la definición de estabilidad de precios constituye un punto de referencia con respecto al cual el público **puede exigir cuentas** al BCE<sup>2</sup>. En caso de que se produzcan desviaciones del nivel de precios respecto a la definición de estabilidad de precios, el BCE se verá obligado a ofrecer una explicación de tal desviación y sobre la forma en la que se propone recuperar la estabilidad de precios en un período de tiempo aceptable. Por último, la definición sirve de criterio de guía para que el público pueda formarse sus propias expectativas referidas al comportamiento futuro de los precios.

La definición de estabilidad de precios tiene diversas características importantes. En primer lugar, el mandato del BCE se refiere al conjunto de la zona del euro. En consecuencia, las decisiones relativas a la política monetaria única están encaminadas a lograr la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto. Este enfoque dirigido a la totalidad de la zona del euro es una consecuencia natural del hecho de que, en el seno de una unión monetaria, la política monetaria solo tiene capacidad para influir en el nivel medio del tipo de interés del mercado monetario de la zona, es decir, no puede fijar un tipo de interés diferente en cada una de las distintas regiones de la zona del euro.

### 2.2 El IAPC

La definición hace también referencia a un índice de precios específico, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro, que es el empleado para evaluar si existe una situación de estabilidad de precios. La utilización de un índice de precios amplio garantiza la transparencia del compromiso del BCE con una protección plena y efectiva contra posibles pérdidas del poder adquisitivo del dinero.

El IAPC, que publica Eurostat, la Oficina Estadística de la Unión Europea, es el principal criterio de medición de la evolución de los precios en la zona del euro. Este índice se ha armonizado en los distintos países de la zona a fin de evaluar la evolución de los precios sobre una base comparable. El IAPC es el índice que permite una aproximación más exacta a las variaciones que, a lo largo del tiempo, experimenta el precio de una **cesta representativa** del gasto de los consumidores en la zona del euro.

<sup>1</sup> La estrategia de política monetaria es una descripción coherente y estructurada de la manera en que se adoptarán las decisiones de política monetaria para que un banco central logre sus objetivos.

<sup>2</sup> La obligación legal y política de una institución independiente de justificar y explicar adecuadamente sus decisiones a los ciudadanos y a sus representantes elegidos democráticamente haciéndole responsable de la consecución de sus objetivos. El BCE rinde cuentas a los ciudadanos europeos y más formalmente ante el Parlamento Europeo.

Encontrarás todos los datos que necesitas en el cuadro 5.1 de la sección de estadísticas de la última edición del Boletín Mensual del BCE.

### **2.3 Razones para mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo al 2%**

Al referirse a «un incremento del IAPC inferior al 2%», la definición expresa claramente que, tanto un nivel de **inflación** por encima del 2%, como la deflación (es decir, un descenso del nivel de los precios), son incompatibles con la estabilidad de precios. A este respecto, la indicación explícita del objetivo del BCE de mantener la tasa de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% indica su compromiso de ofrecer un margen adecuado a fin de impedir los riesgos de deflación.

#### **Un margen de seguridad contra la deflación**

La referencia a un «incremento del IAPC inferior, aunque próximo, al 2%» constituye un margen de seguridad contra un descenso persistente del nivel medio de los precios de la economía, es decir, la deflación. Aunque la deflación representa para la economía costes similares a los de la inflación, evitar la deflación reviste particular importancia porque, una vez que se presenta, existe la posibilidad de que arraigue como resultado del hecho de que los **tipos de interés nominales** no pueden descender por debajo de cero, puesto que normalmente nadie estaría dispuesto a prestar dinero si espera que, después de un tiempo, se le devuelva una cantidad menor de la que prestó. Por tanto, en una situación de deflación, la política monetaria podría no tener la capacidad suficiente para estimular la demanda agregada recurriendo a la modificación de los tipos de interés. Los intentos de bajar los tipos de interés por debajo de cero fracasarían, puesto que los ciudadanos preferirían tener dinero en efectivo en lugar de prestarlo o de depositarlo a tipos negativos. Aunque, incluso cuando los tipos de interés estuvieran en un nivel cero, fuera posible llevar a cabo alguna de las funciones de la política monetaria, la eficacia de estas medidas alternativas resultaría bastante incierta. Así pues, a los efectos de la política monetaria, es preferible contar con un margen de seguridad contra la deflación. El objetivo de un incremento del IAPC inferior, aunque próximo, al 2% contempla asimismo la posible existencia de un sesgo de medición en el IAPC —es decir, de sobreestimar el verdadero incremento de los precios de la economía— y la posible incidencia de los diferenciales de inflación en la zona del euro si hay países con bajos niveles de inflación y otros en los que la inflación sea alta.

### **2.4 La orientación a medio plazo de la política monetaria del BCE**

Un aspecto clave de la política monetaria del BCE es que está orientada al logro de la estabilidad de precios «a medio plazo». Como se ha subrayado anteriormente, existe un amplio consenso con respecto a que la política monetaria no puede y, en consecuencia no debe, tratar de ajustar la evolución de los precios o de la inflación en horizontes temporales cortos, de unas pocas semanas o de meses. Las modificaciones de la política monetaria influyen en los precios después de transcurrido un período de tiempo y la magnitud de sus efectos resulta incierta. Así pues, dado que la política monetaria no puede contrarrestar todas las alteraciones imprevistas del nivel de precios, es inevitable que la inflación presente cierto grado de **volatilidad**.

Toda economía está constantemente sujeta a perturbaciones, en gran medida imprevisibles, que afectan a la evolución de los precios. Al mismo tiempo, la influencia de la política monetaria sobre los precios se produce siempre con retrasos significativos y variables que, como la mayoría de las relaciones económicas, resulta además muy incierta. Teniendo esto en cuenta, sería imposible que los bancos centrales pudieran mantener en todo momento la inflación en un nivel específico o incluso que pudieran reconducirla al nivel deseado en un período muy corto. En consecuencia, la política monetaria ha de actuar mirando al futuro y solo tiene capacidad para mantener la estabilidad de precios a lo largo de períodos más largos. Este es el razonamiento en el que se fundamenta la orientación a medio plazo del BCE.

El concepto «medio plazo» integra deliberadamente cierto grado de flexibilidad en lo que se refiere a un plazo temporal exacto. Esto es consecuencia del hecho de que, a los efectos del ejercicio de la política monetaria, no resulta aconsejable especificar de antemano un horizonte temporal preciso, puesto que el mecanismo de transmisión se extiende a través de un período incierto y variable. Una respuesta excesivamente contundente de la política monetaria dirigida a restaurar la estabilidad de precios en un período muy reducido podría, en estas circunstancias, generar costes significativos en términos de volatilidad del producto y del empleo, lo que, a largo plazo, podría repercutir también sobre la evolución de los precios. En estos casos, existe un amplio consenso en cuanto a que una respuesta gradual de la política monetaria resulta adecuada para evitar introducir innecesariamente un alto grado de volatilidad en la actividad real y para mantener la estabilidad de precios a largo plazo. Por tanto, la orientación a medio plazo permite al BCE la flexibilidad necesaria para responder adecuadamente a las distintas perturbaciones económicas que pudieran presentarse. Al mismo tiempo, debe aclararse que, desde una perspectiva ex post, el BCE es responsable únicamente de la tendencia de la inflación.

## 2.5 Los dos pilares de la estrategia de política monetaria del BCE

El enfoque adoptado por el BCE en lo referido a la organización, valoración y contraste de la información relevante para la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios se articula sobre dos perspectivas analíticas, denominadas los dos «pilares».

En la estrategia del BCE, las decisiones de política monetaria se basan en un análisis detallado de los riesgos para la estabilidad de precios. Este análisis se organiza a partir de dos perspectivas complementarias para determinar la evolución de los precios. La primera tiene por objeto la evaluación de los determinantes a corto y a medio plazo de la evolución de los precios, centrándose en la actividad real y en las condiciones financieras de la economía. Tiene en cuenta el hecho de que la interrelación entre la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores influye notablemente en la evolución de los precios en estos horizontes temporales. El BCE denomina esta perspectiva «análisis económico». La segunda perspectiva, conocida como «análisis monetario», se centra en un horizonte más dilatado, y aprovecha el vínculo a largo plazo existente entre el dinero y los precios. El análisis monetario consiste principalmente en un instrumento para contrastar, desde una perspectiva a medio y largo plazo, los indicios a corto y a medio plazo procedentes del análisis económico.

La **estrategia basada en dos pilares** está formulada al objeto de garantizar que en la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios se tenga en cuenta toda la información relevante y se consideren adecuadamente diferentes perspectivas analíticas, a fin de efectuar una evaluación conjunta de los riesgos para la estabilidad de precios contrastando la información obtenida. Además, dicha estrategia constituye un medio para transmitir al público la idea de diversificación del análisis y garantiza la solidez de las decisiones adoptadas sobre la base de distintas perspectivas analíticas.

### 2.5.1 El análisis económico

El análisis económico se centra, principalmente, en la valoración de la situación económica y financiera y de los riesgos implícitos a corto y a medio plazo para la estabilidad de precios. Las variables económicas y financieras que constituyen el objeto de este análisis incluyen, por ejemplo, la evolución del **producto total**, la demanda agregada y sus componentes, la política fiscal, las condiciones de los mercados de trabajo y de capital, una amplia gama de indicadores de precios y de costes, la evolución del tipo de cambio, la economía global y la balanza de pagos, los **mercados financieros** y las posiciones de balance de los sectores de la zona del euro. Todos estos factores son útiles para valorar la dinámica de la actividad real y la evolución probable de los precios desde la perspectiva de la interacción entre la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores en horizontes temporales más cortos.

#### Indicadores económicos y financieros reales

En el contexto del análisis económico, el BCE se centra fundamentalmente en la valoración de la situación económica y financiera actual y en los riesgos implícitos a corto y a medio plazo para la estabilidad de precios.

En relación con el análisis de los indicadores de la economía real, el BCE revisa periódicamente la evolución general del producto, de la demanda y de la situación del mercado de trabajo, de una amplia gama de indicadores de precios y costes, de la **política presupuestaria** y de la balanza de pagos de la zona del euro.

Por ejemplo, conjuntamente con el IAPC y sus componentes, en términos de evolución de los precios y costes, se analiza la evolución de los precios en el sector industrial, medida por los precios industriales, puesto que las variaciones de los costes de producción repercuten sobre dichos precios. Los costes laborales, que son un componente importante de los costes globales de producción, pueden tener un impacto significativo en la formación de los precios. Además, las estadísticas de costes laborales ofrecen información sobre la competitividad de la economía de la zona del euro.

En segundo lugar, los indicadores de producto y de demanda (cuentas nacionales, estadísticas coyunturales sobre actividad en la industria y los servicios, pedidos y encuestas cualitativas) suministran información sobre la situación cíclica de la economía, un elemento sustancial en el análisis de las perspectivas de evolución de los precios. Por otra parte, la información sobre el mercado de trabajo (empleo, paro, ofertas de empleo y participación en el mercado de trabajo) es relevante para el seguimiento de la evolución económica y para la evaluación de los cambios estructurales en el funcionamiento de la economía de la zona del euro. Asimismo, el sector público contribuye de forma significativa a la actividad económica, por lo que la información sobre sus cuentas financieras y no financieras es fundamental.

En tercer lugar, las estadísticas de balanza de pagos, junto con las estadísticas de comercio exterior, facilitan información sobre la evolución de las exportaciones e importaciones, que pueden afectar a las presiones inflacionistas, al influir en las condiciones de la demanda. Estos datos permiten también seguir de cerca los **precios del comercio exterior**, actualmente sustituidos por los índices de valor unitario de exportaciones e importaciones. Estos índices

ayudan a evaluar, en especial, el posible impacto de las fluctuaciones de los tipos de cambio y de los precios de las materias primas, como el petróleo, en los precios de importación. En resumen, estos indicadores contribuyen a evaluar los cambios de la demanda agregada, de la oferta agregada y del grado de la capacidad productiva.

La evolución de los **indicadores de los mercados financieros** y de los precios de los activos también es objeto de un atento seguimiento, ya que la evolución de los precios de los activos puede incidir sobre el comportamiento de los precios a través de la renta y del efecto riqueza. Por ejemplo, cuando sube el precio de las acciones, los hogares que poseen estos valores aumentan su riqueza y pueden optar por incrementar su consumo. Esto incrementará la demanda de consumo y podría intensificar las presiones inflacionistas internas. Por el contrario, cuando sus precios bajan, los hogares podrían consumir menos. Otro canal por el que los precios de los activos pueden repercutir sobre la demanda agregada es el valor de los activos de garantía que permiten a los prestatarios obtener más préstamos y reducir las primas de riesgo requeridas por los prestamistas o entidades de crédito. Con frecuencia, en las decisiones de concesión de préstamos influye en gran medida el valor de las garantías. Si dicho valor desciende, los préstamos se encarecen y aumenta la dificultad para obtenerlos, lo que traerá como resultado que el gasto y, por consiguiente, la demanda se reduzcan.

Los precios de los activos y los rendimientos financieros pueden también analizarse para obtener información sobre las expectativas de los mercados financieros, incluidas las relativas a la evolución futura de los precios. Por ejemplo, al comprar y vender bonos, los participantes en el mercado manifiestan implícitamente sus expectativas respecto a la futura evolución de los tipos de interés reales y de la inflación. Empleando distintas técnicas, el BCE analiza los precios financieros para conocer las expectativas implícitas de los mercados sobre la evolución futura. Los mercados de activos y, por tanto, los precios de los activos incorporan, por su propia naturaleza, una perspectiva de futuro. Las variaciones de los precios de los activos reflejan en gran medida la información más reciente relacionada con la aparición de factores inesperados para los mercados financieros. En este sentido, el seguimiento de los precios de los activos puede servir para identificar las perturbaciones que afectan en cada momento a la economía, en concreto, las que afectan a las expectativas sobre la actividad económica futura. Mediante el análisis de los mercados financieros también puede evaluarse la información estadística sobre los precios de los activos financieros procedente de diversas fuentes. Por otra parte, el BCE recopila por sí mismo información estadística.

Además, también se evalúan atentamente las variaciones del tipo de cambio, debido a sus implicaciones para la estabilidad de precios. Las fluctuaciones del tipo de cambio influyen directamente sobre el comportamiento de los precios mediante su repercusión en los precios de las importaciones. Aunque la economía de la zona del euro es relativamente cerrada en comparación con la de los países que la forman, los precios de las importaciones afectan a los precios de los bienes de consumo industriales nacionales. Las alteraciones de los tipos de cambio también pueden modificar el nivel de competitividad de los precios de los bienes nacionales en los mercados internacionales, influyendo en las condiciones de la demanda y, posiblemente, en las perspectivas de la evolución de los precios.

En el marco de este análisis, se presta mucha atención a la necesidad de identificar el origen y la naturaleza de las perturbaciones que afectan a la economía, sus efectos sobre el comportamiento de los costes y de los precios, y las perspectivas a corto y a medio plazo referidas a su propagación a la economía. Por ejemplo, la respuesta adecuada de la política monetaria a los efectos inflacionistas derivados de una subida de los precios internacionales del petróleo podría ser distinta a la que sería idónea para responder a un aumento de la inflación debida al aumento de los costes laborales resultantes de una subida de los salarios superior al crecimiento de la productividad. En el primer caso, el resultado más probable es una subida transitoria de la inflación que puede corregirse con rapidez. Si esta perturbación no se traduce en expectativas de inflación más elevadas, representa un riesgo poco significativo para la estabilidad de precios a medio plazo. En el caso de aumentos salariales excesivos, podría generarse una espiral que de alzas de costes, precios más altos y demandas de subidas salariales. Para impedir la formación de estas espirales, la mejor respuesta puede consistir en una actuación decidida de la política monetaria dirigida a confirmar el compromiso del banco central con el mantenimiento de la estabilidad de precios, que contribuya a estabilizar las expectativas de inflación.

A fin de adoptar decisiones que resulten adecuadas, el Consejo de Gobierno ha de contar con una visión completa de la situación económica actual y conocer la naturaleza y magnitud específicas de las perturbaciones que supongan un riesgo para la estabilidad de precios.

Puedes encontrar todos los datos que necesitas en las secciones 5 y 6, y en el cuadro 7.1 de la sección de estadísticas de la última edición del Boletín Mensual del BCE.

En el contexto del **análisis económico**, las **proyecciones macroeconómicas** desempeñan un papel importante. Estas proyecciones, elaboradas por expertos, aportan un instrumento para estructurar y sintetizar una gran proporción de datos económicos y garantizar la coherencia entre las distintas fuentes de evidencia económica. A este respecto, cumplen una función importante haciendo más precisa la valoración de las perspectivas económicas y las fluctuaciones a corto y a medio plazo de la inflación respecto de su tendencia.

### **Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro**

El término «proyección» se utiliza a fin de enfatizar el hecho de que las proyecciones publicadas son el resultado de un escenario basado en un conjunto de supuestos técnicos, uno de los cuales es que la evolución de los tipos de interés de mercado a corto plazo es congruente con las expectativas de mercado. Muchos bancos centrales elaboran de esta manera sus proyecciones, para aportar información a los responsables de las decisiones de política monetaria acerca de lo que puede suceder si los tipos de interés oficiales evolucionan de acuerdo con las expectativas de los participantes en el mercado. Por este motivo, las proyecciones no constituyen necesariamente las mejores previsiones sobre los resultados futuros. De hecho, si las proyecciones mostraran que existe una amenaza para la estabilidad de precios en el futuro, representaría un escenario con escasas probabilidades de materializarse en la práctica, puesto que la política monetaria siempre actuará para responder a cualquier factor que represente riesgos para la estabilidad de precios. Por tanto, no debería considerarse que las proyecciones macroeconómicas sobre la inflación pongan en cuestión el compromiso del Consejo de Gobierno con el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo. Los participantes en el proceso de fijación de precios y salarios, (es decir, los gobiernos, las empresas y los hogares) deberían contemplar la definición cuantitativa de estabilidad de precios y, especialmente, el objetivo de mantener la inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% como el mejor instrumento de previsión de la evolución de los precios a medio y a largo plazo.

Aunque las proyecciones macroeconómicas desempeñan un papel importante, presentan varias limitaciones, puesto que se basan en una representación simplificada de la economía, lo que se llama **modelo económico** y, por tanto, no pueden incorporar toda la información relevante. En concreto, algunos datos importantes, como los contenidos en los **agregados monetarios**, no se integran con facilidad en el marco utilizado para la elaboración de las proyecciones. Asimismo, las proyecciones siempre se basan en algún tipo de valoración y supuestos específicos que pueden cambiar muy rápidamente, como los relativos a los precios del petróleo o a los tipos de cambio.

Por estos motivos, las proyecciones macroeconómicas desempeñan un papel importante, aunque no exclusivo, en la estrategia de política monetaria del BCE. El Consejo de Gobierno las evalúa junto con otras muchas fuentes de información y realiza una valoración sistemática en el contexto de la estrategia de los dos pilares. Entre estas fuentes cabe citar el **análisis monetario** y de los precios financieros, los indicadores individuales y las previsiones de otras instituciones. El Consejo de Gobierno no asume responsabilidad por los resultados de las proyecciones, como tampoco las utiliza como instrumento único para la organización y la comunicación de su evaluación.

#### **Puedes encontrar todos los datos que necesitas en:**

- las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro» que se publican en las ediciones de junio y diciembre del Boletín Mensual del BCE (por ejemplo, en <http://www.bde.es/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/11/Fich/bm1106.pdf>)

y

- las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro» que se publican en las ediciones de marzo y septiembre del Boletín Mensual del BCE (por ejemplo, en <http://www.bde.es/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/11/Fich/bm1103.pdf>)

### **2.5.2 El análisis monetario**

El BCE ha individualizado el dinero de entre el conjunto de los indicadores clave seleccionados para su análisis detallado. Esta decisión se adoptó como resultado del reconocimiento de que el **crecimiento monetario** y la inflación presentan una íntima relación en los horizontes de medio y largo plazo. Esta relación, ampliamente aceptada, proporciona a la política monetaria un ancla nominal sólida y fiable, más allá de los horizontes convencionalmente adoptados en la elaboración de las previsiones de inflación. Así pues, la asignación de un papel destacado al dinero en el marco de la estrategia fue también un modo de definir su orientación a medio plazo. De hecho, la adopción de decisiones de política monetaria y la valoración de sus consecuencias, basándose tanto en indicadores a corto plazo procedentes del análisis económico y de las condiciones financieras, como en consideraciones monetarias y

de **liquidez**, permite al banco central ver más allá del impacto transitorio de las distintas perturbaciones y no verse tentado a adoptar una postura más activista.

### Los agregados monetarios

Puesto que muchos activos financieros son sustituibles y que la naturaleza y las características de los activos financieros, las operaciones y los medios de pago cambian a lo largo del tiempo, no siempre resulta claro cómo habría que definir el dinero ni qué activos financieros deben incluirse en una determinada definición de dinero. Los bancos centrales suelen definir y analizar varios agregados monetarios.

#### Activos financieros: todo activo que sea

- i) efectivo; o
- ii) un derecho contractual a percibir fondos en efectivo u otro instrumento financiero de otra empresa; o
- iii) un derecho contractual a intercambiar instrumentos financieros con otra empresa en condiciones potencialmente favorables; o
- iv) un instrumento de renta variable de otra empresa.

Las definiciones de los agregados monetarios de la zona del euro utilizados por el BCE se basan en una definición armonizada no solo de los sectores emisor y tenedor de dinero, sino también de los pasivos de las Instituciones Financieras y Monetarias (IFM). El sector emisor de dinero comprende las IFM residentes en la zona del euro. El sector tenedor de dinero incluye todos los agentes que no son IFM y que residen en la zona del euro, excluida la Administración Central.

Basándose en consideraciones conceptuales y en estudios empíricos, y de acuerdo con la práctica internacional, el Eurosistema ha definido un agregado estrecho (**M1**), un agregado intermedio (**M2**) y un agregado amplio (**M3**). Estos agregados difieren respecto al grado de liquidez de los activos que incluyen.

M1 comprende el efectivo, es decir, los billetes y las monedas así como los saldos que pueden convertirse inmediatamente en dinero o que pueden utilizarse para pagos que no se hacen en efectivo, como los **depósitos a la vista**.

M2 incluye M1 y, además, los depósitos a plazo hasta dos años y los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses. Ambos depósitos pueden convertirse en componentes del **agregado estrecho**, aunque con algunas restricciones, como la necesidad de notificación previa, penalizaciones y comisiones.

M3 comprende M2 y valores negociables emitidos por el sector de las IFM residentes, es decir, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones con vencimiento de hasta dos años. Debido a su alto grado de liquidez y certidumbre en cuanto a sus precios, estos instrumentos son sustitutos próximos de los depósitos. Como resultado de la inclusión de estos instrumentos en M3, el **agregado monetario amplio** se ve menos afectado por la sustitución entre las distintas categorías de activos líquidos que las definiciones más estrechas del dinero y es más estable.

Los activos líquidos denominados en divisas en poder de los residentes en la zona del euro pueden ser sustitutos próximos de los activos denominados en euros. Por consiguiente, los agregados monetarios incluyen dichos activos, siempre que estos se mantengan en **IFM** radicadas en la zona del euro.

Puedes encontrar todos los datos que necesitas en el cuadro 2.3 de la sección de estadísticas de la última edición del Boletín Mensual del BCE.

### 2.6 El valor de referencia del BCE para el crecimiento monetario

A fin de poner de relieve su compromiso con el análisis monetario y de ofrecer un criterio de valoración de la evolución monetaria, el BCE anunció un criterio de referencia para el agregado monetario amplio M3.

Este valor de referencia (que fue fijado en el 4,50% en 1998) se refiere a la tasa de crecimiento interanual de M3 que se considera compatible con la estabilidad de precios a medio plazo. El valor de referencia es un criterio para el análisis de la información contenida en la evolución monetaria de la zona del euro. Sin embargo, en razón del carácter de medio y largo plazo de la perspectiva monetaria, no existe vínculo directo entre la evolución monetaria a corto plazo y las decisiones de política monetaria. En consecuencia, la política monetaria no reacciona de forma automática a las desviaciones del crecimiento de M3 respecto de su valor de referencia.

La asignación de un papel destacado al dinero quedó de manifiesto en el anuncio de fijar un valor de referencia para el crecimiento del agregado monetario amplio M3. La elección de M3 se fundamenta en el resultado de varios estudios que han constatado que este agregado presenta todas las propiedades deseadas de estabilidad de la **demanda de dinero** y de un indicador adelantado de la evolución futura de los precios en la zona del euro. El valor de referencia para el crecimiento de M3 ha sido calculado para garantizar que el valor de referencia fuera coherente con el objetivo de estabilidad de precios. Las desviaciones sustanciales o prolongadas del crecimiento monetario respecto del valor de referencia indicarían, en circunstancias normales, un riesgo para la estabilidad de precios a medio plazo.

El valor de referencia se estableció sobre la base de la conocida relación entre el crecimiento monetario ( $\Delta M$ ), la inflación ( $\Delta P$ ), el **crecimiento real del PIB** ( $\Delta YR$ ) y los cambios en la velocidad de circulación ( $\Delta V$ ). De acuerdo con esta fórmula, conocida como «ecuación cuantitativa», la variación de la cantidad de dinero en la economía es igual a la variación de las **transacciones nominales**, aproximada por la variación del PIB real más la de los precios, menos la variación de la velocidad de circulación. La última variable puede definirse como la velocidad con la que el dinero cambia de manos y, por lo tanto, determina la cantidad de dinero que se necesita para realizar un nivel concreto de transacciones nominales.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Este valor tiene en cuenta la definición de estabilidad de precios como un aumento del IAPC de la zona del euro inferior al 2% anual. El valor de referencia se estableció, asimismo, sobre la base de supuestos a medio plazo para el **crecimiento potencial** del PIB y la velocidad de circulación tendencial de M3. En 1998, se adoptó un supuesto del 2%–2,5% anual para la tendencia del crecimiento potencial del PIB real a medio plazo en la zona del euro, en línea con las estimaciones disponibles de los organismos internacionales y del BCE. Para establecer el supuesto relativo a la velocidad de circulación, se aplicaron diversos métodos, tomando en consideración tendencias simples (univariantes) además de información procedente de modelos de demanda de dinero más complejos. En conjunto, los resultados de estos métodos apuntaban a una disminución de la velocidad de circulación de M3 de entre el 0,5% y el 1% anual. Sobre la base de estos supuestos, el Consejo de Gobierno del BCE fijó dicho valor de referencia en el 4,5% en diciembre de 1998 y desde entonces no se ha modificado. El Consejo de Gobierno evalúa la validez de las condiciones y los supuestos que determinan el valor de referencia y comunica toda variación de los mismos tan pronto como resulte necesario.

## 2.7 Análisis de factores especiales

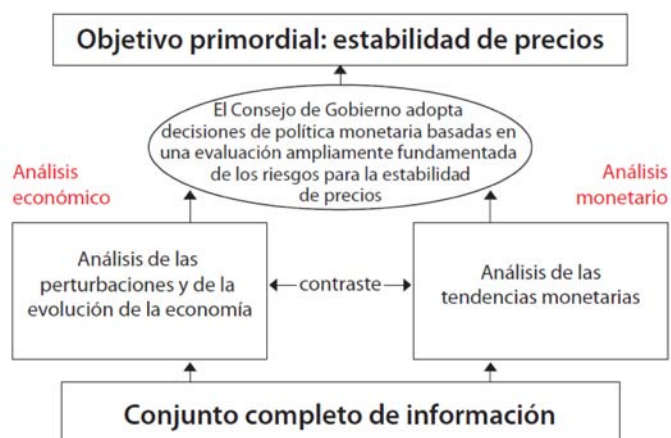
En ocasiones, la evolución monetaria puede también verse influida por factores «especiales» (es decir, factores que no forman parte del análisis monetario ordinario) originados por medidas institucionales como modificaciones del tratamiento fiscal del interés aplicado a los ingresos por intereses y las plusvalías de capital. Estos factores pueden dar lugar a cambios en la tenencia de dinero, puesto que los hogares y las empresas reaccionarán ante una variación de los incentivos de mantener depósitos bancarios incluidos en la definición del agregado monetario amplio M3 y considerarían otros instrumentos financieros. No obstante, la evolución monetaria debida a estos factores especiales podría dar una indicación poco precisa del comportamiento de los precios a largo plazo. Por tanto, el análisis monetario del BCE intenta concentrarse en las tendencias monetarias subyacentes, integrando una evaluación exhaustiva de estos factores especiales y de otras perturbaciones que influyen sobre la demanda de dinero.

## 2.8 El contraste de la información procedente de los dos pilares

Por lo que se refiere a las decisiones del Consejo de Gobierno relativas a la orientación apropiada de la política monetaria, el enfoque basado en dos pilares ofrece un contraste de la información procedente del análisis económico a más corto plazo con la que resulta del análisis monetario. Como se ha explicado anteriormente, este contraste garantiza que la política monetaria tenga en cuenta toda la información importante para el análisis de las tendencias futuras de los precios. Se tienen en cuenta todos los aspectos complementarios de las variables que proporcionan información en el contexto de ambos pilares, por ser esta la mejor vía de asegurar que toda la información relevante para valorar las perspectivas de los precios se utilice de manera consistente y eficaz, y facilite tanto el proceso de adopción de decisiones como su comunicación (véase el gráfico que figura a continuación). Este enfoque reduce el riesgo de incurrir en errores de política monetaria causados por una dependencia excesiva de un solo indicador, predicción o modelo. La estrategia del BCE, basada en una perspectiva diversificada en lo que se refiere a la interpretación de la situación económica, está dirigida a permitir la adopción de medidas de política monetaria eficaces en un entorno incierto.



## La estrategia de política monetaria del BCE orientada hacia la estabilidad



Para consultar datos sobre los tipos de interés del BCE:  
<http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>