

# EL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA

## 1. INTRODUCCIÓN

El nacimiento de la Unión Monetaria Europea no sólo ha dado lugar a una nueva moneda, el Euro, que ha sustituido a las antiguas monedas nacionales, sino también ha cambiado drásticamente el funcionamiento de la política monetaria. Asimismo se ha creado una institución nueva, el Eurosistema, que se encarga de conducir dicha política monetaria.

Pues bien, existe una abrumadora evidencia económica que permite inferir que el Eurosistema es una institución profundamente reaccionaria, además de particularmente ineficaz en el desempeño de su cometido.

En las líneas que siguen demostraremos la veracidad de lo que acabamos de afirmar, y expondremos motivos adicionales para decidir la salida de nuestro país del Euro. Para facilitar su comprensión, comenzaremos antes por exponer qué es la política monetaria, lo cual es un asunto más sencillo de lo que muchas personas suponen.

## PRIMERA PARTE

### 2. POLÍTICA MONETARIA

#### 2.1 Definición de conceptos

La política monetaria es una rama de la política económica que usa la *cantidad de dinero* (Oferta Monetaria) como variable para controlar y mantener la estabilidad económica, esto es, para evitar la subida de precios (inflación) o el desempleo.

Si los Bancos Centrales pueden cumplir una función estratégica en la determinación del volumen total de la moneda, es porque esta circula por una imposición del Estado y por un acuerdo social (se entiende que se trata de moneda de curso forzoso); es decir, en la forma de billetes distinta a la circulación monetaria en forma de oro o plata como en el pasado.<sup>1</sup>

Así, la política monetaria utiliza las variaciones de la Oferta de Dinero realizadas por el Banco Central para influir en los *tipos de interés*, que es el precio que se paga por recibir préstamos de dinero por parte del sistema financiero. Se consideran los tipos de interés como un determinante fundamental del nivel de gasto (consumo e inversión) en la economía nacional, y con ello de la producción, el empleo y la inflación.

¿Cómo afectan las variaciones de la Oferta Monetaria al empleo y a los precios? Muy sencillo; considerando que el tipo de interés en una economía es el resultado de la oferta y la demanda global de dinero, una disminución de la Oferta Monetaria provocará un aumento de los tipos de interés, lo cual tenderá a reducir el crédito disponible, tanto para empresas como para particulares y al propio Estado. Al ser más escasos los créditos tanto la actividad productiva (las empresas funcionan en

---

<sup>1</sup> Claudio Gnesutta: *El dinero*, Barcelona, ed. Oikos-Tau, 1989, p. 21.

gran parte a crédito) como la del consumo (ventas a plazos, etc.) decaerán. La disminución de la demanda tenderá a producir una moderación o una caída en los precios, pero también de la producción y el empleo.

Por el contrario una expansión de la Oferta Monetaria producirá un efecto euforizante, exactamente lo contrario de lo que acabamos de ver. Aumentará el crédito y se abaratirá, y esto producirá un aumento de la demanda y de la actividad económica: en definitiva, de los precios y del empleo.<sup>2</sup>

Vemos entonces que la política monetaria puede ser de dos tipos: 1) *política monetaria expansiva*, que aumenta la cantidad de dinero disponible (en períodos de recesión); y 2) *política monetaria restrictiva*, que reduce la cantidad de dinero disponible (en períodos de expansión inflacionistas).<sup>3</sup>

El proceso por el que los cambios en la cantidad de dinero afectan al gasto (consumo e inversión) es conocido como el *mecanismo de transmisión*, y consta de dos pasos esenciales:

1. Se supone que una variación de la cantidad de dinero altera los tipos de interés.
2. Se supone que la variación de los tipos de interés afecta a la demanda global (consumo e inversión) realizada por particulares y empresas.<sup>4</sup>

En cuanto a los *instrumentos de la política monetaria*, estos son los siguientes:

A. La ventanilla de descuentos es un instrumento de la política monetaria que permite a unas determinadas instituciones financieras pedir prestado del Banco Central. El término se originó con la práctica de enviar a un representante del banco al cajero de la ventanilla del Banco Central cuando el banco necesitaba pedir prestado dinero. En la Eurozona la ventanilla de descuentos se denomina ‘facilidades permanentes’ (*standing facilities*).<sup>5</sup>

Este crédito puede ofrecerse en la forma de descuentos o de adelantos. El descuento tiene su origen en los bancos privados, por medio del cual la banca adelanta a un particular (generalmente empresarios) el cobro de un efecto comercial (pagarés, letras de cambio, etc) a cambio de un interés (descuento). A su vez, en caso de necesidad, la banca privada puede solicitar del Banco Central que le adelante el importe del sus efectos (normalmente bonos del sector público) pagándole un interés (redescuento). Cuando venza el plazo del efecto, el Banco Central se dirige al banco y recibe de él el pago en metálico igual al valor del activo financiero. De esa manera el Banco Central puede alterar la oferta monetaria modificando el tipo de redescuento. Una subida del tipo de redescuento disuade a los bancos de pedir reservas prestadas al Banco Central. Por lo tanto, una subida del tipo de redescuento reduce la cantidad de reservas que hay en el sistema bancario, lo cual reduce, a su vez, la oferta monetaria. En cambio, una reducción del tipo de redescuento anima a los bancos a pedir préstamos al Banco Central, eleva la cantidad de reservas y aumenta la oferta monetaria.

Un adelanto es operativamente más simple que el descuento, y es por ello que ha ido reemplazando a este último como forma de concesión de créditos por parte del Banco Central. Para conseguir un adelanto, un banco solicita un préstamo de su Banco Central. El tipo de interés cargado sobre el préstamo es el tipo de descuento, y la duración del préstamo es determinada por el Banco Central. Para asegurar el adelanto, el prestatario debe dar en prenda un colateral (garantía) en cantidades y

---

<sup>2</sup> **Gabriel Tortella:** *Introducción a la economía para historiadores*, Madrid, ed. Tecnos, 1997, p. 130.

<sup>3</sup> <[http://es.wikipedia.org/wiki/Política\\_monetaria](http://es.wikipedia.org/wiki/Política_monetaria)>

<sup>4</sup> **Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer:** *Curso breve de macroeconomía*, Madrid. ed. McGraw-Hill, 1995, pp. 138 y s.

<sup>5</sup> <[http://en.wikipedia.org/wiki/Discount\\_window](http://en.wikipedia.org/wiki/Discount_window)>

formas que sean satisfactorias para el Banco Central (bonos públicos, préstamos a particulares, etc.).<sup>6</sup>

B. Variación del coeficiente de caja. Como es sabido, el negocio bancario se basa esencialmente en captar depósitos para después prestarlos a interés. Sin embargo, la prudencia obliga a los bancos a no prestar todo el dinero que se les confía, para poder así satisfacer posibles retiradas de dinero (en el pasado, las quiebras de bancos que no respetaron esta norma de conducta fueron numerosísimas). Pues bien, además de estas reservas que establecen los bancos a su discreción, el Banco Central les obliga a mantener otra proporción de dinero en efectivo en sus depósitos, que se conoce como *coeficiente de caja*, y que en el caso del Banco Central Europeo es del 2%. De manera que si el Banco Central decide reducir este coeficiente a los bancos (guardar menos dinero en el banco y prestar más), eso aumenta la cantidad de dinero en circulación, ya que se pueden conceder aún más préstamos. Si el coeficiente aumenta, el banco se reserva más dinero, y no puede conceder tantos préstamos. La cantidad de dinero baja. De esta forma, el banco puede aportar o quitar dinero del mercado.

C. Operaciones de mercado abierto. Estas consisten en la compra y venta de títulos valores (fundamentalmente, bonos) por parte del Banco Central; pero no directamente al Estado, sino en el mercado secundario, que es por así decir un mercado de ‘segunda mano’, donde se compran y se venden títulos ya emitidos. Si el Banco Central vende títulos, está absorbiendo dinero de las manos del público que vende los bonos, y por tanto reduciendo la Oferta Monetaria; si los compra, inyecta dinero en la economía: aumenta la Oferta Monetaria. Naturalmente, sólo agentes tan grandes como el Banco Central pueden, simplemente vendiendo o comprando títulos, afectar de manera significativa la Oferta Monetaria.<sup>7</sup>

La política monetaria del Banco Central implica acciones que afectan a su balance general, esto es a su tenencia de activos y de pasivos. A continuación presentamos un balance general simplificado que incluye sólo cuatro aspectos que son esenciales para nuestra comprensión del proceso de la Oferta Monetaria.

#### Banco Central

ACTIVOS	PASIVOS
Valores del Gobierno Préstamos	Moneda en circulación Reservas

La única partida que requiere una aclaración es la de las reservas. Aquí se contabilizan tanto las reservas que el Banco Central exige a los bancos (reservas requeridas) como las reservas adicionales que los bancos optan por mantener (exceso de reservas).

Se considera que los requerimientos de reservas son una herramienta demasiado burda como para usarla para el control de la Oferta Monetaria, y que los préstamos descontados tampoco son muy recomendables pues el Banco Central no puede controlar las decisiones de los bancos de tomar

---

<sup>6</sup> James A. Clouse: “Recent developments in discount window policy”, en *Federal Reserve Bulletin* (Noviembre, 1994), pp. 995-7. Disponible en <<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/1194lead.pdf>>

<sup>7</sup> <[http://es.wikipedia.org/wiki/Pol%C3%ADtica\\_monetaria](http://es.wikipedia.org/wiki/Pol%C3%ADtica_monetaria)>; y Gabriel Tortella: *op. cit.*, pp. 107, 108, 132 y s.

préstamos. Por tanto, las operaciones de mercado abierto son el principal instrumento de la política monetaria disponible de los Bancos Centrales.<sup>8</sup>

La política monetaria arbitrada mediante el requerimiento de reservas y la política de redescuento afectan directamente, como es evidente, a los tipos de interés ofrecidos por el *sector bancario*. Sin embargo, las operaciones de mercado abierto afectan directamente a los tipos de interés que rigen en los *mercados financieros*, como es fácil de demostrar.

En efecto, pongamos por caso que el Banco Central decide inyectar dinero comprando bonos de la deuda pública que, supongamos, inicialmente se venden en el mercado a mil euros y que ofrecen un rendimiento de 70 euros (o sea, un interés del 7%). Al aumentar la demanda de estos títulos, el mercado de bonos responde elevando su precio, como cualquier otra mercancía que se venda en el mercado; pongamos que se venden a 1.100 euros. Como el rendimiento ofrecido por estos bonos sigue siendo de 70 euros, resulta por ello mismo que la rentabilidad de los bonos se ve reducida aproximadamente al 6,4% ( $70 \times 100/1100$ ).

En la práctica, los cambios operados en los tipos de interés de un sector se transmiten al otro sector; pues el dinero de desplaza rápidamente hacia donde los tipos de interés son más altos, terminando por reducirlos aquí también y equilibrando en definitiva los tipos de interés en todo el sistema financiero.

## 2.2 Críticas a la política monetaria

### 2.2.1 Teoría cuantitativa del dinero.

Dentro de la teoría económica, se denomina ‘monetarismo’ a la rama o vertiente del pensamiento económico que se ocupa de los efectos del dinero sobre la economía en general. En la primera mitad del siglo XIX surgieron dos interpretaciones muy diferentes sobre este particular, que se han mantenido hasta el presente. La primera, denominada ‘escuela bancaria’ (*banking school*), sostenía que el Banco Central debe atender ‘las legítimas necesidades del comercio’, por lo cual debe de proporcionar liquidez a la economía, defendiéndose por tanto la utilidad de las políticas monetarias expansivas de acompañamiento a la acumulación de capital. La segunda interpretación, denominada ‘escuela monetaria’ (*currency school*), rechazaba asignar a la actividad crediticia un rol específico de apoyo a los sectores productivos, y por tanto cuestionaba la utilidad de las políticas monetarias expansivas.<sup>9</sup>

La escuela monetaria justificaba su posición mediante la denominada *teoría cuantitativa del dinero*, basada en las siguientes proposiciones:

- a) El nivel general de precios depende en forma directamente proporcional de la cantidad de dinero puesta a disposición de la comunidad.
- b) Un cambio exógeno en la Oferta Monetaria provoca un cambio en la misma dirección y casi igual porcentaje en el nivel absoluto de precios.

Con estas premisas, se deduce fácilmente que las variaciones de la Oferta Monetaria no tendrán efecto sobre la actividad económica: nivel de empleo, producción y tipos de interés reales, sino sólo

---

<sup>8</sup> **Frederic S. Mishkin:** *Moneda, banca y mercados financieros*, México, ed. Pearson Education, 2008, p. 389.

<sup>9</sup> **M. Guglielmina Ambrosini Tenaglia:** *El crédito*, Barcelona, ed. Oikos-Tau, 1990, pp. 13 y s.

sobre el nivel de precios. Lo que significa que el dinero es *neutral* con respecto a la actividad económica.<sup>10</sup>

La teoría cuantitativa del dinero ha sufrido varios refinamientos teóricos y matemáticos desde que se enunciara por primera vez, con ocasión de la inflación que se presentó en Europa algunas décadas después del descubrimiento de América –se relacionó, en efecto, la inflación con la llegada de los galeones cargados de plata. Pero sin duda, el economista que más ha hecho en tiempos recientes para recuperar y fundamentar esta teoría ha sido Milton Friedman, de la Universidad de Chicago.

Friedman ha corregido la teoría cuantitativa de la moneda en el sentido importante de que sus predicciones son correctas en el largo plazo, pero asume que en el corto plazo las variaciones de la oferta de dinero pueden ser ‘una fuente importante de inestabilidad económica’.<sup>11</sup>

Su tesis según la cual la inflación tiene su origen en causas únicamente monetarias que pueden ser combatidas solamente a través de un rígido control de la liquidez y el crédito, ha conseguido imponerse progresivamente en los ambientes académicos y en los órganos directrices de los más importantes Bancos Centrales, incluido el europeo. En su opinión y en la de otros economistas, el dinero es una variable demasiado importante como para dejarla en manos de las decisiones individuales de las autoridades, por lo que la política monetaria debe ser apartada de las decisiones de carácter discrecional y ser controlada de acuerdo a *reglas fijas* que incrementen constante y automáticamente la Oferta Monetaria.<sup>12</sup>

Subyacente a la teoría cuantitativa del dinero se encuentra el postulado teórico de que el pleno empleo de los recursos es el estado al que tiende la economía en condiciones normales. En otras palabras, las fuerzas de la competencia son tales que, en presencia de recursos inutilizados, logran siempre inducir la expansión de la utilización de los recursos, hasta conseguir su plena utilización (lo que los economistas denominan *ley de Say*, en honor al economista Jean Baptiste Say).<sup>13</sup> De ahí la presunción de que las variaciones de la Oferta Monetaria se traducen a largo plazo en variaciones de los precios, sin alterar la asignación de los recursos realizada por el mercado. Desde esta óptica típica del liberalismo más tradicional, todo lo que el Gobierno debe hacer en materia macroeconómica es asegurar la estabilidad de precios mediante el control de la Oferta Monetaria.

La teoría cuantitativa del dinero ha sido criticada desde diferentes puntos de vista; aquí sólo consignaremos los que consideramos más significativos.

En primer lugar, la teoría cuantitativa del dinero tiene en mente una idea del sistema económico eminentemente *estática*, a la que se le escapa el carácter *dinámico* y en expansión constante del sistema económico capitalista; y que, como bien entendieron los economistas miembros de la *banking school*, necesita también de una ampliación permanente de los medios de pago, tanto para fines de inversión como de consumo.

---

<sup>10</sup> **Ernesto Ayala Pérez:** *La teoría cuantitativa del dinero*, mimeo. Disponible en <[http://www.itz.uam.mx/economiatyp/unmeros/numeros/primera\\_epoca/15/articulos\\_pdf/15\\_4\\_La\\_teoria\\_cuantitativa.pdf](http://www.itz.uam.mx/economiatyp/unmeros/numeros/primera_epoca/15/articulos_pdf/15_4_La_teoria_cuantitativa.pdf)>

<sup>11</sup> **Milton Friedman:** “The role of monetary policy”, en *The American Economic Review*, vol. 58, nº 1 (marzo, 1968), p. 12. Disponible en <[http://stevereads.com/papers\\_to\\_read/friedman\\_the\\_role\\_of\\_monetary\\_policy.pdf](http://stevereads.com/papers_to_read/friedman_the_role_of_monetary_policy.pdf)>

<sup>12</sup> **Roberto Panizza:** *Monetarismo*, Barcelona, ed. Oikos-Tau, 1989, pp. 15 y 37.

<sup>13</sup> **Claudio Gnesutta:** *op. cit.*, p. 27.

En segundo lugar, si se acepta que las variaciones de la Oferta Monetaria son importantes a la hora de conseguir un funcionamiento eficiente del sistema económico, llegamos a la conclusión de que el dinero *no es neutral*. Pero no sólo desde el punto de vista de la actividad económica, sino también de la distribución de la renta. Efectivamente, el economista Carlo Panico, haciendo un repaso de las teorías de Marx y Keynes a este respecto, ha llamado la atención sobre el siguiente hecho: si el tipo de interés que los empresarios pagan al sistema financiero para poder realizar sus inversiones representa un coste de la producción, cuanto más alto sea este tipo de interés mayor será la proporción de la renta nacional que va a parar a este sistema financiero, y menor será el porcentaje apropiado por los empresarios -que sufren una reducción de sus beneficios- y también por los trabajadores, pues estos últimos verán aumentados el precio de los bienes y servicios que consuman. Por lo tanto se puede dar la paradoja de que una política monetaria restrictiva, que aumente los tipos de interés, de por resultado un incremento de la inflación, mientras que una política monetaria expansiva tendría un efecto inverso.<sup>14</sup>

En tercer lugar, si bien es verdad que la oferta monetaria afecta al nivel de precios, como sostienen los cuantitativistas, también lo es que el nivel de precios de un sistema económico también influye sobre la oferta monetaria. Esto se ha comprobado tanto en aquellos sistemas monetarios basados en la moneda de oro o plata (moneda-mercancía) como en los basados en el papel moneda (moneda-signo). Se da pues, en la práctica, una causalidad recíproca entre oferta monetaria y nivel de precios.<sup>15</sup> La explicación principal reside en un hecho importante: unos precios en ascenso suelen acompañar a una economía dinámica, en crecimiento; si la oferta monetaria no se adecua a este proceso, bien pronto el *sistema financiero* introduce innovaciones que compensan esta limitación: 1) creando activos financieros muy líquidos que son un sustituto del dinero; 2) mejorando los sistemas de pago, lo cual acelera la velocidad de circulación del dinero; y 3) integrando los mercados financieros del mundo, generando por tanto un flujo internacional de capital. Por consiguiente la oferta monetaria no es completamente exógena, creada únicamente por el Banco Central, sino que el sistema financiero también contribuye a su determinación.<sup>16</sup> De modo que a la tesis de Milton Friedman que sostiene que la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario, le podemos dar la vuelta y decir que la moneda es, a su vez, un fenómeno inflacionario. Y si se quiere controlar todo el proceso, no basta con calcular qué cantidad de billetes es necesario poner en circulación: hay que controlar también al sistema financiero.

La tercera crítica procede de Karl Marx, que cuestionó el funcionamiento de la *ley de Say*. En efecto, la misma existencia del dinero posibilita que la oferta y la demanda no tengan por qué coincidir, ya que el dinero puede *atesorarse* y, en consecuencia, dar lugar a una insuficiencia del gasto global. Como dice Marx:

*“Nadie puede vender sin que otro compre. Pero nadie necesita comprar inmediatamente por el solo hecho de haber vendido [...] La circulación, esto es la introducción de dinero derriba las barreras temporales, locales e individuales opuestas al intercambio de productos, y lo hace precisamente porque escinde, en la antítesis de*

<sup>14</sup> **Carlo Panico:** *Interest and profit in the theories of value and distribution*, Londres, MacMillan Press, 1988, pp. 181-191.

<sup>15</sup> **Pierre Vilar:** *Oro y moneda en la historia (1450-1920)*, Barcelona, ed. Ariel, 1982, pp. 488-490.

<sup>16</sup> **Meghnad Desai:** “Endogenous and exogenous money”, en **John Eatwell, Murray Milgate y Peter Newman (eds.):** *The New Palgrave Dictionary of Economics Online*. Palgrave Macmillan, 1987. Disponible en <[http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde1987\\_X000700](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde1987_X000700)>

*venta y compra, la identidad directa existente aquí entre enajenar el producto propio y adquirir el producto del trabajo ajeno.”*<sup>17</sup>

La idea de que el dinero pueda atesorarse y, por lo tanto, quedar fuera del circuito económico, se ha revelado extraordinariamente fértil. Así, otro economista de gran talla, John Maynard Keynes sostenía que para que se produzca el atesoramiento se requiere, como condición esencial, la existencia de una *incertidumbre* ante los acontecimientos futuros. Esto es válido tanto para el dinero retenido con fines precautorios como para el retenido con fines especulativos. En el primer caso el dinero es acaparado para poseer un fondo de disposiciones inmediatas por si se tuviese que afrontar gastos imprevistos. En el segundo caso el dinero es retenido para extraer ganancias ante cambios futuros en los precios.<sup>18</sup> Ello ha puesto de manifiesto que la concepción cuantitativista, en la medida en que no concibe otro objetivo para el uso del dinero que no sea el de *medio de pago* de bienes y servicios, está vinculada a una concepción del dinero que no ha comprendido su verdadera naturaleza y funciones dentro de la sociedad capitalista actual.<sup>19</sup>

## 2.2.2 *El keynesianismo.*

El keynesianismo no rechaza de plano el uso de las políticas monetarias –como algunos han interpretado erróneamente-, pero duda de su completa eficacia cuando se dan recesiones de la economía; por ello, sugerirá remedios adicionales –la política fiscal- no necesariamente alternativos a la política monetaria.<sup>20</sup>

Pero veamos en qué términos realiza tal crítica.

A) *Liquidez*. Recordemos en primer lugar cuál era el primer mecanismo de transmisión de la política monetaria: se supone que una alteración de la oferta monetaria hace variar los tipos de interés. Pues bien, según Keynes esto no ocurre siempre así: en caso de recesión el mercado de dinero es ‘rígido a la baja’: por mucho exceso de ahorro que haya, el tipo de interés puede mostrarse inalterado. A este fenómeno de la inflexibilidad del tipo de interés Keynes lo llama ‘trampa de la liquidez’.

La trampa de liquidez es una situación donde las tasas de interés son muy bajas (cercanas a cero) y por más que el Banco Central intervenga en el mercado monetario inyectando dinero, ese dinero no pasa a la economía real, sino que queda ‘atrapado’ en el sistema financiero. Queda atrapado porque los tipos de interés son tan bajos que los que disponen de ahorros no tienen incentivos para prestar: el interés percibido por sus préstamos no les compensa de riesgo que contraen al concederlos, que son precisamente altos en los períodos recesivos de la economía. Esto es particularmente grave, porque merma la utilidad de las políticas monetarias expansivas en caso de recesión.<sup>21</sup>

A comienzos de la crisis económica actual ya se hizo evidente que la economía europea se hallaba sujeta a la ‘trampa de la liquidez’: por más que el Banco Central Europeo bajaba los tipos de interés del dinero, la banca privada no aumentaba los préstamos a los particulares y empresas, ni siquiera a

<sup>17</sup> Cit. en **Victoriano Martín Martín**: “A la búsqueda de una teoría monetaria en Marx”, en *Información Comercial Española*, nº 845 (Noviembre-Diciembre 2008), p. 40. Disponible en <[http://eciencia.urjc.es/bitstream/10115/3245/1/ICE\\_845\\_2544\\_1274F5C9A5ED8A902C79D663E4C25C79.pdf](http://eciencia.urjc.es/bitstream/10115/3245/1/ICE_845_2544_1274F5C9A5ED8A902C79D663E4C25C79.pdf)>

<sup>18</sup> **Claudio Gnesutta**: *op. cit.*, p. 44.

<sup>19</sup> **Roberto Panizza**: *op. cit.*, pp. 29, 42 y s.

<sup>20</sup> **Alessadro Vercelli**: *Keynesianismo*, Barcelona, ed. Oikos-Tau, 1989, p. 44.

<sup>21</sup> **Alessadro Vercelli**: *ibídem*, pp. 43 y s.

otros bancos (préstamo interbancario).<sup>22</sup> El reconocimiento de esta situación llevó a un político conservador como Josep Piqué a solicitar que el Estado avalara los préstamos interbancarios, propuesta que resulta doblemente sintomática: 1) porque reconoce que la economía privada del sector bancario incurre en fallos de funcionamiento, y 2) porque apuesta por el respeto a los beneficios privados pero defiende la socialización de las pérdidas.<sup>23</sup>

Recientemente, y a raíz también de la crisis actual, los economistas han sugerido una interesante y novedosa propuesta para conseguir superar la ‘trampa de la liquidez’. Se trata, ni más ni menos, que de establecer un impuesto sobre el dinero depositado como reservas voluntarias en el sistema bancario. De esta manera se obligaría a los bancos a no retener sus disponibilidades líquidas, y en caso necesario se puede aumentar los tipos impositivos hasta el punto que den por resultado un tipo de interés del dinero negativo (como estas reservas no general intereses, una imposición sobre las mismas, aunque sea muy pequeña, da por resultado un tipo de interés negativo).

En agosto de 2009, el Banco Central de Suecia (Riksbank) decidió aplicar una política de tipos de interés negativos, iniciativa que sitúa una vez más a este país como uno de los más avanzados económicamente.<sup>24</sup>

B) *Sensibilidad de la demanda a cambios en los tipos de interés.* Recordemos ahora cuál era el segundo mecanismo de transmisión de la política monetaria: se supone que la variación de los tipos de interés afecta a la demanda global (consumo e inversión) realizada por particulares y empresas.

¿Es esto así? Veámoslo por partes.

En cuanto al consumo, puede pensarse intuitivamente que una subida de los tipos de interés reducirá la petición de préstamos por parte de consumidores, y que una bajada de los tipos animará la petición de préstamos. Sin embargo los economistas que han estudiado la cuestión no han llegado a conclusiones concordantes.<sup>25</sup>

A nivel del sistema económico global, se entiende por inversiones la adquisición de nuevos bienes de capital que constituyen fuentes de renta futura. Las inversiones suponen un flujo de nuevos bienes, medios de producción o productos; no incluyen la transferencia de capitales o de riqueza. Por esto, las inversiones son objeto de decisiones empresariales (o de la clase capitalista) y no de individuos. Se puede distinguir entre inversiones brutas (amortizaciones) e inversiones netas (capital fijo y capital circulante). Para los keynesianos, el hecho de bajar los tipos de interés no implica necesariamente un aumento en las inversiones; consideran que la inversión depende más de las necesidades y expectativas que del tipo de interés. El Banco Central puede llevar a cabo una política expansiva posibilitando con ello una mayor concesión de préstamo y por lo tanto, aumentando la oferta de dinero; pero no puede obligar a los bancos a que presten más cuando, por ejemplo, los empresarios se niegan a invertir ante expectativas negativas. Las expectativas son cruciales: por barato que esté el dinero, nadie invertirá si duda acerca de la rentabilidad de la inversión. Hoy es aceptado por todos los economistas, que las políticas monetarias destinadas a

---

<sup>22</sup> Alfonso Novales: *Política monetaria antes y después de la crisis financiera*, mimeo. Disponible en <<http://www.ucmes/info/ecocuan/anc/Crisis.pdf>>

<sup>23</sup> Josep Piqué: “La trampa de la liquidez”, en *El País*, 19/10/2008. Disponible en <[http://www.elpais.com/articulo/primer/plano/trampa/liquidez/elpapecone/20081019elpneglse\\_11/Tes](http://www.elpais.com/articulo/primer/plano/trampa/liquidez/elpapecone/20081019elpneglse_11/Tes)>

<sup>24</sup> Peter Howells e Iris Biefang-Frisandro Mariscal: “Desarrollos recientes en la política monetaria”, en *Información Comercial Española*, nº 858 (Enero-Febrero 2001), pp. 19 y s. Disponible en <[http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE\\_858\\_7-22\\_AC4E767B39BBC533B9AA2CCAC2293B69.pdf](http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE_858_7-22_AC4E767B39BBC533B9AA2CCAC2293B69.pdf)>

<sup>25</sup> Carlo Secchi: *El consumo*, Barcelona, ed. Oikos-Tau, 1990, p. 13.

regular el volumen y el coste del crédito son eficaces si se trata de medidas restrictivas, pero lo son bastante menos si son de naturaleza expansiva.<sup>26</sup>

C) *Asimetría de la política monetaria.* La política monetaria es más efectiva para restringir el gasto agregado (política restrictiva encaminada a reprimir la inflación) que para generarla (política expansiva para remediar la recesión):

- a) Es eficaz como instrumento de control de la inflación, como se pudo comprobar en Estados Unidos en la década de 1980: ante el repunte vertiginoso de la inflación en los años anteriores, la Reserva Federal decidió aplicar una política monetaria restrictiva que llevó a la inflación a caer más de diez puntos porcentuales entre 1980 y 1983, pero también condujo a la recesión económica de 1981-1982, que elevó el desempleo hasta casi el 11 % (de menos del 6% en 1979).<sup>27</sup>
- b) Pero es de dudosa utilidad –queda por ver el efecto de la política sueca de tipos de interés negativos- en momentos de recesión y desempleo masivo; durante la Gran Depresión de los años 30 se vio la evidente ineeficacia de la política monetaria para salvar a los países de un rápido hundimiento económico, y romper el equilibrio del subempleo una vez firmemente establecido.<sup>28</sup> En este caso, puede utilizarse con provecho en el acompañamiento de las *políticas fiscales*.

La crisis del 2008, que ha hecho necesarios los salvamentos de entidades financieras, la introducción de estímulos mediante déficit fiscales, y la garantía pública de emisiones de deuda, ha servido para que algunos vean meridianamente claro, una vez más, “*los límites de la política monetaria*”.<sup>29</sup>

### 2.3 Política monetaria y conflicto social

La historia económica nos enseña que la opinión que se forman las personas acerca del dinero no es unívoca. Y esto es así porque el efecto que provoca la cantidad de dinero que se pone en circulación no es igual para todos, afectando a las oportunidades económicas de la gente y a la distribución de la renta y de la riqueza entre grupos sociales. La política monetaria puede dar lugar entonces a ‘ganadores’ y ‘perdedores’, y con ello, a una lucha –en ocasiones feroz- por el gobierno de la moneda.

Detrás de la polémica entre las dos escuelas descritas anteriormente (escuela bancaria y monetaria) se ha visto la división social de la *clase burguesa* en dos fracciones opuestas. Por un lado estaría la burguesía más emprendedora, dependiente del ‘dinero fácil’ y sostenedora de la acumulación de capital. Por otro lado, estaría la burguesía más conservadora, con fuertes ahorros y dependiente del comercio de exportación, renuente por tanto a toda medida que pudiese aumentar la inflación.<sup>30</sup>

En su entretenido libro, el economista John K. Galbraith nos ilustra acerca de los conflictos políticos a que dio lugar el control de la política monetaria entre facciones rivales de la burguesía norteamericana, unos queriendo imponer la libertad en la emisión de moneda –como postula la ‘escuela bancaria’-, y otros la restricción de la misma –como postula la ‘escuela monetaria’. Ello

<sup>26</sup> Giangiacomo Nardozzi: *Las inversiones*, Barcelona, ed. Oikos-Tau, 1990, pp. 9-11, 18.

<sup>27</sup> Richard Sylla: “The autonomy of monetary authorities: the case of the U.S. Federal Reserve System”, en Gianni Toniolo (ed.): *Central banks' independence in historical perspective*, Nueva York, ed. Walter de Gruyter, 1988, p. 36.

<sup>28</sup> John Kenneth Galbraith: *El dinero. De dónde vino / Adónde fue*, Madrid, ed. Hyspamérica, 1983, p. 275.

<sup>29</sup> Alfonso Novales: *op. cit.*

<sup>30</sup> Roberto Panizza: *op. cit.*, pp. 20 y s.

dio pie a la creación de partidos políticos con el claro propósito de imponer una de estas opciones, e incluso de sentencias del Tribunal Supremo para mediar en el litigio. Sin embargo, la igualdad de fuerzas llevó a que durante casi cien años, la política monetaria se dejase en manos de los distintos Estados de la Unión –el autor lo denomina ‘el gran compromiso’-, de modo que los Estados de la frontera oeste pudieron aplicar el *banking principle* que interesaba a los colonos emprendedores, y en los Estados de la costa este, con una burguesía asentada, el *currency principle*.<sup>31</sup>

Hemos tenido ocasión, además, de revisar una parte de los elementos del debate entre los detractores y los que apoyan las políticas monetarias discretionales, el cual ha dado lugar a una controversia muy técnica acerca de la naturaleza y funciones del dinero, así como de los determinantes de su oferta y su demanda; también, sobre cuáles son los mecanismos de transmisión de los efectos de la variación de la Oferta Monetaria sobre la economía. Esto último es particularmente interesante, porque ha puesto de relieve la importancia de un elemento del que no hemos hablado a la hora de valorar la efectividad de estas políticas: el funcionamiento del *mercado de trabajo*.

En efecto, para que una política monetaria expansiva tenga éxito se requiere –haciendo abstracción del crecimiento de la productividad de la economía– que el aumento de la oferta de dinero no se vea acompañada de una aumento de los salarios nominales. Como estos son un componente fundamental en la formación de los precios de producción, su subida implicaría un aumento de la inflación. Se requiere, en definitiva, que los salarios nominales se queden rezagados con respecto al aumento de la Oferta Monetaria –es lo que los economistas denominan condición de ‘viscosidad’ de los salarios. En otras palabras, la política monetaria necesita para ser eficaz de una *política de rentas*.<sup>32</sup>

La política de rentas es una intervención pública dirigida, en primer lugar, a determinar cuál el incremento salarial máximo que, en determinadas circunstancias, no compromete la estabilidad del valor del dinero (es decir, que no causa inflación) y, en segundo lugar, a conseguir de acuerdo con los sindicatos que las reivindicaciones salariales se contengan dentro del incremento máximo determinado.<sup>33</sup>

Ahora bien, ¿cuál es ese incremento salarial máximo acorde con la estabilidad de precios? Esto depende de la existencia de incrementos de la productividad en la economía. En el siglo XIX, estos incrementos fueron apropiados casi en su totalidad por los empresarios, los cuales veían aumentada así su tasa de beneficios; mientras una parte considerable de los salarios se veía reducida a lo que los economistas de la época denominaban ‘salarios de subsistencia’: o sea, salarios que sólo daban para sobrevivir. En el siglo XX la situación cambió, coincidiendo con el surgimiento de unos sindicatos cada vez más poderosos, que le disputaban a la burguesía el reparto de la renta generada por los aumentos de la productividad. En este contexto, y dado que los distintos sectores de la economía (banca, comercio, agricultura, administración, etc.) experimentan aumentos diferentes de la productividad, los sindicatos animados por un espíritu igualitario, han defendido aumentos de los salarios proporcionales al incremento *medio* de la productividad nacional. De esta forma la subida de los salarios no comprometería el objetivo de la estabilidad de precios, al tiempo que se asegura a *todos* los trabajadores una parte igual de los aumentos globales de la productividad.

Esta fórmula de compromiso entre el Estado, los sindicatos y los empresarios pronto se vio desmentida por los hechos. La razón de ello reside en que, al mismo tiempo que surgían los

---

<sup>31</sup> John Kenneth Galbraith: *op. cit.*, pp. 103-121.

<sup>32</sup> Claudio Gnesutta: *op. cit.*, pp. 42, 43 y 56.

<sup>33</sup> Claudio Napoleoni: *Curso de economía política*, Barcelona, ed. Oikos-Tau, 1976, p. 360.

sindicatos, también la estructura productiva de las sociedades capitalistas se iba transformando, pasando de una situación competitiva, en la que los capitales eran libres de invertirse en cualquier empresa o sector, a una de *competencia imperfecta*, dominada por monopolios y oligopolios. Pero veamos cómo afectó esto a la política de rentas.

En una situación de competencia perfecta, y ante un incremento salarial proporcional al incremento medio de la productividad, se producirá una afluencia de capitales hacia aquellos sectores económicos que hayan experimentado un incremento de la productividad *superior* al incremento medio nacional, pues en ese caso su tasa de beneficios será superior; a consecuencia de ello, la producción aumentará en estos sectores y los precios descenderán, con lo que la tasa de beneficios se igualará en todos los sectores, al tiempo que los precios se mantendrán estables. En cambio, en una situación de competencia imperfecta (no concurrencial) estos movimientos de capital no tendrán lugar; por ello, en los sectores en los que la tasa de beneficios haya aumentado no existirá ninguna fuerza capaz de reducir los precios, y en los sectores con un incremento de la productividad *inferior* a la media nacional, la subida salarial reducirá su tasa de beneficios, por las razones que ya hemos visto, y los precios subirán; por lo tanto, como ciertos precios no disminuirán y otros aumentarán, el nivel general de precios aumentará: es decir, aumentará la inflación.<sup>34</sup>

Se pone de manifiesto así que la presencia decisiva de estructuras no competitivas plantea un problema de carácter más general. Si la política de rentas da lugar a una proceso inflacionario por la determinación de los empresarios de defender su tasa de beneficios, habrá lógicamente que controlar los *precios* a los que los aquellos venden sus productos. Esto se puede llevar a cabo por dos medios diferentes: 1) mediante la persuasión o la presión política, y 2) mediante controles o congelaciones de salarios y precios por parte del poder público.

El primer expediente se ha mostrado de difícil implementación, debido a la falta de disposición de los empresarios, y también de los sindicatos anticapitalistas. En lo que se refiere a los primeros, vale la pena recordar una anécdota relatada por el economista Robert Lekachman, acerca del presidente estadounidense John F. Kennedy y su enfrentamiento con una gran empresa del acero de su país, la U. S. Steel, que ilustra muy bien la dimensión económica y política que ha adquirido la presencia de la competencia imperfecta. Cuenta el economista referido el sinsabor que al presidente Kennedy le produjo el hecho de que, habiendo conseguido un acuerdo con la U. S. Steel para contener los precios de los productos de la siderurgia –ya que por el año 1962 preocupaba el nivel alcanzado por la inflación-, la empresa se desdijera luego y decidiese subir estos precios para compensar unas subidas salariales pactadas con los sindicatos; en la conferencia que sostuvo Kennedy con sus colaboradores tras recibir la amarga noticia, el presidente se abandonó a una reflexión que más tarde resonaría a través de toda la comunidad industrial: “*Mi padre siempre me dijo que todos los hombres de negocio eran unos hijos de perra, pero hasta ahora nunca lo creí.*”<sup>35</sup>

En cuanto a los sindicatos anticapitalistas, estos rechazan de plano la política de rentas porque suponen un compromiso no justificable desde el punto de vista económico. En efecto, la política de rentas, como bien señala el economista Robert Lekachman, mantiene constante la división existente de la renta entre el trabajo y el capital, limitándose a repartir entre los grandes grupos económicos las ganancias resultantes del aumento de la productividad.<sup>36</sup>

---

<sup>34</sup> Claudio Napoleoni: *ibídем*, p. 359.

<sup>35</sup> Robert Lekachman: *La era de Keynes*, Madrid, ed. Alianza, 1970, pp. 268 y s.

<sup>36</sup> Robert Lekachman: *ibídем*, p. 279.

Sin embargo, desde el punto de vista político, bien podría justificarse tal compromiso si se demostrara que el mismo contribuye, a medio y largo plazo, a elevar la conciencia de clase, la solidaridad de los trabajadores y la influencia sindical en la sociedad.

El segundo expediente –control de precios y salarios- también se ha puesto en práctica; y por extraño que parezca, se ha ensayado en un país que tiene como timbre de honor la defensa de la libertad económica: los Estados Unidos. En éste, con ocasión de la Primera y Segunda Guerras Mundiales, así como durante la Guerra de Corea se pusieron en marcha oficinas gubernamentales que tenían por fin imponer el control de precios y salarios, en unos momentos de confrontación bélica que exigían más que nunca la estabilidad de precios. A pesar de éxito que tuvieron estos controles, el poder político creyó innecesario mantenerlos en época de paz; se consideró –no sin cierta hipocresía- que estos controles suponían ‘una grave amenaza a la libertad individual’, y que su defensa era preconizada por ‘extremistas de izquierda’.<sup>37</sup>

El hecho es que la fuerza conjunta de los sindicatos, de un lado, y de los oligopolios y monopolios, por otro, dio lugar en el siglo XX a un crecimiento sostenido de los precios (inflación) -mucho más pronunciado de lo que se registró en siglos anteriores, y que contrasta con la reducción de precios del siglo XIX-, que se fue agravando progresivamente. Bajo esta perspectiva, la inflación puede ser considerada, en última instancia, como síntoma de un intenso conflicto social.<sup>38</sup>

Con esto queda explicado el origen de las tensiones inflacionistas, pero no la inflación misma. Porque si las autoridades monetarias no hubieran acompañado la subida de los precios con una oferta monetaria abundante, aquella no hubiera podido sostenerse en el tiempo. Es fácil entender por qué: Si la capacidad de compra de los consumidores permanece constante –en ausencia de una expansión monetaria- la subida de los precios determina una reducción del consumo, y esto último una caída de los precios. Este alineamiento del Estado con sus aliados empresariales es la causa política de lo que el economista José Luis Sampedro denominó ‘la inflación concertada’, que los líderes políticos han reconocido sin disimulo. Así, el 7 de junio de 1968, después de ceder a ciertas elevaciones de salarios tras los famosos acontecimientos de mayo anterior en Francia, el general De Gaulle advertía: “*La mejora es sólo aparente, porque los aumentos de salarios no significan nada si la economía y las finanzas francesas no pueden soportarlas, a menos de recurrir a la inflación, que le costará a cada uno más del aumento conseguido.*”<sup>39</sup>

El repudio de los economistas liberales a aplicar el control de precios y salarios –y también del sistema financiero, que tiene mucho que ver en el asunto- es lo que los ha arrojado en brazos de la ideología que propugna el control estricto de la emisión monetaria, según las indicaciones de Milton Friedman, aunque ello tenga efectos perniciosos sobre el crédito y los negocios. Como dice Galbraith: “...son radicales monetarios porque son conservadores políticos”.<sup>40</sup>

Visto en retrospectiva, resulta erróneo considerar que la política monetaria sirve siempre a los intereses del capital como a un todo, o a los intereses de los bancos: en realidad, la política monetaria es un ‘terreno disputado’ (*contested terrain*) en el que los principales pero no exclusivos actores son los representantes de la industria, las finanzas y el trabajo.<sup>41</sup>

---

<sup>37</sup> John Kenneth Galbraith: *op. cit.*, pp. 172, 173, 280, 283, 315, 334 y s.

<sup>38</sup> Alessandro Vercelli: *Inflación y deflación*, Barcelona, ed. Oikos-Tau, 1988, pp. 18, 19 y 51.

<sup>39</sup> José Luis Sampedro: *La inflación en versión completa*, Barcelona, ed. Planeta, 1976, p. 131.

<sup>40</sup> John Kenneth Galbraith: *op. cit.*, p. 249.

<sup>41</sup> Gerald Epstein: “Political economy and comparative central banking”, en *Review of Radical Political Economics*, vol. 24, nº 1 (1992), *pássim*.

## 2.4 Conclusiones

En las líneas que anteceden, todos los misterios con que habitualmente se presentan las cuestiones relativas al dinero y a la política monetaria se han desvanecido por completo; misterios que impiden que la gente corriente pueda hacerse una ideal cabal del tema y, por lo tanto, someterlo a su escrutinio. Como dice el economista John Kenneth Galbraith: “*Nada hay en el dinero que no pueda ser comprendido por una persona razonablemente curiosa, activa e inteligente.*”<sup>42</sup>

Podemos deducir de lo expuesto que, *en condiciones normales*, las economías modernas necesitan de una política monetaria discrecional que acompañe a su proceso de acumulación de capital, a fin de no sofocar el surgimiento de la iniciativa de los sectores económicos más dinámicos imponiendo al sistema financiero normas rígidas de actuación.<sup>43</sup>

Pero en *condiciones de inestabilidad económica*, como hemos visto, la virtualidad de la política monetaria resulta asimétrica. Es útil para combatir la inflación –creando al mismo tiempo desempleo-, pero por sí misma es incapaz de sacar a una economía de la depresión.

La evidencia de que son varios los grupos sociales interesados en el gobierno de la moneda, y de que sus intereses tampoco tienen por qué ser coincidentes, milita a favor de la tesis de que ‘ni el Estado ni la moneda son neutras’; vale decir, que ni el Banco Central es ‘independiente’ ni la política monetaria sirve ‘al interés general’.<sup>44</sup>

## 3. EL BANCO CENTRAL

### 3.1 Evolución histórica

Como hemos visto es el Banco Central el que ejecuta la política monetaria gracias a su posibilidad de controlar la oferta de dinero. Estos bancos de emisión de moneda no realizan operaciones de captación de recursos, como los bancos privados, ya que el mismo Banco Central crea los medios necesarios para su actividad, a través de la emisión de billetes: estos son títulos de crédito al portador, pagaderos a la vista (es decir, que hace exigible la deuda que incorpora en el momento mismo de su presentación por el acreedor al deudor), hechos en cifras redondas y con funciones de moneda legal. A través de la emisión el banco se constituye en deudor ante el portador de billetes, pagando las deudas representadas por los billetes... sólo ofreciendo otros billetes.

En el pasado –siglo XIX- el derecho a imprimir dinero no era una potestad exclusiva de un sólo banco. Pero con el tiempo los Gobiernos tendieron a conceder el monopolio a un banco único, el ‘Banco Central’ o banco oficial, pues la experiencia había demostrado que la concurrencia de numerosos bancos con poder de emisión de moneda había provocado a menudo el fenómeno de las emisiones excesivas, con la consecuente desvalorización de los billetes, fluctuaciones de precios y quiebras de bancos. Y al ser una empresa privada, el Banco Central funcionaba de forma autónoma, por lo que también diseñaba la política relativa a la Oferta Monetaria. En el siglo XX, la mayor parte de los Bancos Centrales terminarían siendo nacionalizados tras la Depresión de 1929 - ya que

<sup>42</sup> John Kenneth Galbraith: *op. cit.*, p. 13.

<sup>43</sup> Claudio Gnesutta: *op. cit.*, pp. 54 y s.

<sup>44</sup> Suzanne de Brunhoff: *La politique monétaire. Un essai d'interpretation marxiste*, Paris, Presses Universitaires de France, 1973, pp. 10 y 198.

se culpó a estos de causarla o agravarla-, por lo que la tarea de diseño de la política monetaria acabaría dentro de la esfera de actuación del Gobierno.<sup>45</sup>

Se verifica así en el proceso histórico que conduce a la aparición de los modernos Bancos Centrales, la consolidación del criterio que reconoce funciones de interés público al banco de emisión, concentra el poder de este sobre los demás institutos de crédito y refuerza allí la presencia del Estado.<sup>46</sup> Se trata, en definitiva, del reconocimiento de que la gestión del dinero es un asunto lo suficientemente importante como para dejarlo en manos de la iniciativa privada y la libre competencia.

Cuando en 1913 se aprobó en Estados Unidos la ley que autorizaba la creación del Sistema de la Reserva Federal (Banco Central), otorgándole al Gobierno un importante papel en el mismo, la Asociación Americana de Banqueros dijo al respecto: “*Para los que no creemos en el socialismo, es muy difícil de aceptar...*”<sup>47</sup>.

### 3.2 Los objetivos económicos del Banco Central

El principal objetivo de los Bancos Centrales a lo largo de los siglos ha sido el mantenimiento del valor (interno y externo) de la moneda. Sin embargo esto no siempre ha sido ocurrido así, lo cual ha dependido críticamente del tipo de relaciones que estos Bancos Centrales han establecido con el Gobierno y con los bancos privados.

Efectivamente, siempre ha habido una tensión inherente entre el deseo de los Bancos Centrales por mantener el valor de la moneda y su función como banqueros de los Gobiernos (centrales). Estos bancos casi invariablemente han sido establecidos por una Ley del Gobierno (mediante una constitución o privilegio gubernamental), y han sido designados como banqueros del Gobierno. Y los Gobiernos tienen una preferencia natural por la financiación barata procedente de su Banco Central, mediante la compra de su deuda pública; particularmente cuando la existencia del Estado es amenazada -en la mayoría de las ocasiones, por una guerra o una revolución social- ellos tienen tanto el poder como el incentivo para obligar al Banco Central a dar prioridad a sus necesidades inmediatas.

También después de la Segunda Guerra Mundial, los objetivos de los Bancos Centrales fueron ampliados para incluir un nivel alto de empleo y de crecimiento, de consumo con el tradicional de mantener el valor de la moneda. En la práctica, el Banco Central se convirtió en una agencia del Tesoro. Ello se hizo por el recuerdo traumático del desempleo masivo provocado por la Gran Depresión, y bajo la conducción de la nueva teoría económica keynesiana. La política monetaria pasó así a ser coordinada junto con la fiscal y de rentas.

Pero a partir de la década de 1970, la experiencia de una alta inflación acompañada de desempleo (estanflación), unido a las prédicas de la escuela económica del monetarismo, convenció a muchos

---

<sup>45</sup> **Gabriel Tortella:** *Introducción a la economía para historiadores*, Madrid, ed. Tecnos, 1997, pp. 104, 131 y s; y **M. Guglielmina Ambrosini Tenaglia:** *El crédito*, Barcelona, ed. Oikos-Tau, 1990, pp. 12 y 15.

<sup>46</sup> **M. Guglielmina Ambrosini Tenaglia:** *ibídem*, p. 15.

<sup>47</sup> **John Kenneth Galbraith:** *El dinero. De dónde vino / Adónde fue*, Madrid, ed. Hyspamérica, 1983, pp. 149 y s.

gobiernos de la necesidad de centrar la política monetaria en el objetivo de estabilizar los precios, dejando a otras política (de mercado de trabajo, fiscal, etc.) el de reducir la tasa de desempleo.<sup>48</sup>

La situación actual puede ser sintetizada como sigue. Por un lado, tenemos el mandato recibido por, entre otros, el Eurosistema (formado por el Banco Central Europeo y los Bancos Centrales nacionales que forman parte de la Eurozona), que prioriza la meta de la estabilidad de precios y afirma posteriormente que -en tanto que esta meta se logre- se podrán perseguir otras, y que se conoce como *mandato jerárquico*. Este tipo de mandato rige también el comportamiento del Banco de Inglaterra.

En contraste, la legislación que define la misión del Banco Central de los Estados Unidos (el Sistema de la Reserva Federal, también conocido como la Fed) estipula un *mandato dual* que impone dos objetivos: la estabilidad de precios y el máximo empleo.<sup>49</sup>

Además del gobierno, los otros clientes principales del Banco Central han sido los bancos privados. El Banco Central, mediante la política de redescuento, les proporciona *crédito* cuando desean ampliar la financiación de la inversión y el consumo; pero cada vez más, cuando una crisis financiera amenaza la estabilidad del sistema bancario, el Banco Central acude a su rescate como ‘prestamista de último recurso’ suministrando toda la necesaria disponibilidad de *liquidez*, bien ofreciendo un acceso libre a la ventanilla de descuentos o bien mediante operaciones de compra en el mercado abierto.<sup>50</sup> Esto, naturalmente, puede entrar en contradicción con la política de estabilización de precios. Un efecto colateral de estas ayudas a los bancos privados, es que el Banco Central se muestra inclinado, en orden a evitar o al menos minimizar la necesidad de nuevos rescates, a imponer unas directrices para el comportamiento de los bancos y un control del mismo. De ahí surgió la tarea asignada a los Bancos Centrales –además de conducir la política monetaria– de *regular y supervisar el sistema bancario*.<sup>51</sup>

Según el economista F. Vicarelli, resulta paradójico que los Bancos Centrales que han abrazado las doctrinas monetaristas, han llevado a cabo masivas operaciones de rescate sin tener en cuenta su inconsistencia con su credo económico, a veces sobre organizaciones ligeramente conectadas con el sistema bancario.<sup>52</sup>

En síntesis, los objetivos económicos de los Bancos Centrales a lo largo de la historia han sido, primero la estabilidad de precios, luego se le ha sumado la estabilidad financiera, y finalmente el pleno empleo; aunque más tarde este último objetivo ha desaparecido en algunos casos.

### 3.3 La independencia del Banco Central

La independencia del Banco Central se refiere a la libertad de los gestores de la política monetaria frente a la influencia política o gubernamental directa. La década de 1990 vio cómo muchos países, tanto desarrollados o en vías de desarrollo, adoptaban la independencia del Banco Central.

<sup>48</sup> Forrest Capie, Charles Goodhart y Norbert Schnadt: “The development of central bank”, en AA.VV.: *The future of central banking*, Cambridge (UK), Cambridge University Press, 1994, pp. 1,2, 24, 28 y s.).

<sup>49</sup> Frederic S. Mishkin: *Moneda, banca y mercados financieros*, México, ed. Pearson Education, 2008, p. 397.

<sup>50</sup> Michael D. Bordo: “The lender of last resort: alternative views and historical experience”, en Michael D. Bordo (ed.): *Financial crisis*, Cambridge, ed. Edward Elgar, 1992, vol. II, *pássim*.

<sup>51</sup> Forrest Capie, Charles Goodhart y Norbert Schnadt: *op. cit.*, pp. 3 y 64.

<sup>52</sup> Fausto Vicarelli: “Central bank autonomy: a historical perspective”, en Gianni Toniolo (ed.): *Central banks' independence in historical perspective*, Nueva York, ed. Walter de Gruyter, 1988, p. 12.

Resulta interesante constatar cómo los defensores de esta medida se olvidan de mencionar un principio que figuraba en la Ley de creación de la Reserva Federal (Banco Central estadounidense), y que no era otro que su independencia “*de los intereses de los negocios financieros privados*”.<sup>53</sup>

### 3.3.1 Significado y medición de la independencia.

La mayoría de las discusiones sobre la independencia de los Bancos Centrales se han centrado en dos dimensiones clave. La primera abarca aquellas características institucionales que aíslan al Banco Central de la influencia política al definir sus objetivos de política económica. La segunda dimensión abarca aquellos aspectos que permiten al Banco Central elegir libremente la implementación de sus instrumentos de política económica al perseguir determinados objetivos. Se ha acordado denominar a estos dos aspectos ‘independencia de objetivos’ e ‘independencia de instrumentos’.

En cuanto a la *independencia de objetivos* podemos decir que en el Reino Unido, el Banco de Inglaterra carece de la misma ya que el objetivo de inflación es establecido por el gobierno. En los Estados Unidos, los objetivos de la Reserva Federal son establecidos en su constitución legal, pero estos objetivos son descritos en términos vagos (por ejemplo, máximo empleo), dejando a la Fed traducir estos objetivos en términos operativos. Así, la Fed tiene un alto nivel de independencia de objetivos. La estabilidad de precios es impuesta como el objetivo al Banco Central Europeo (ECB), pero el ECB puede escoger interpretar este objetivo en términos de uno índice de precios y una definición de estabilidad de precios específicos.

Y en cuanto a la *independencia de instrumentos*, el Banco de Inglaterra, que carece de independencia de objetivos, posee en cambio la primera; dado el objetivo de inflación impuesto por el gobierno, es capaz de establecer sus instrumentos sin influencia del gobierno. La Reserva Federal y el ECB tienen completa independencia de instrumentos.

El índice más utilizado para medir la independencia de los Bancos Centrales se basa en cuatro características legales inscritas en sus constituciones legales. Primero, un banco es visto como más independiente si su director general es nombrado por el consejo del Banco Central en vez de por el gobierno, y si no está sujeto a despido y tiene un largo mandato en el cargo. Estos aspectos aíslan al Banco Central de las presiones políticas. Segundo, la independencia es mayor cuanto mayor es el número de decisiones que son tomadas independientemente del gobierno. Tercero, un Banco Central es más independiente si su constitución establece la estabilidad de precios como el único o primario objetivo de la política monetaria. Cuarto, la independencia es más grande si existen limitaciones en la capacidad del gobierno en tomar prestado del Banco Central.<sup>54</sup>

### 3.3.2 Justificación de la medida.

Los argumentos a favor de un Banco Central independiente se apoyan en la perspectiva de que la reducción de la independencia del Banco Central y el hecho de sujetarla a más presiones políticas impondría un sesgo inflacionario sobre la política monetaria. Un Banco Central independiente puede darse el lujo de considerar más la perspectiva a largo plazo, y no responder a los problemas a

<sup>53</sup> Keith Bain, Philip Arestis y Peter Howells: “Central banks, governments and markets: an examination of central bank independence and power”, en *Economies et Sociétés*, nº 10 (1996), p. 240.

<sup>54</sup> Carl E. Walsh: “Central bank independence”, en Steven N. Durlauf y Lawrence E. Blume (Eds.): *The New Palgrave Dictionary of Economics Online*. Palgrave Macmillan, 2008. Disponible en <[http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008\\_C000081](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_C000081)>

corto plazo que darían como resultado una política monetaria expansionista vinculada al éxito electoral.<sup>55</sup>

Como dice Alan Blinder:

*“La política monetaria requiere, por su propia naturaleza, un horizonte temporal amplio. Primero, porque sus efectos sólo se dejan sentir en la economía con largos retardos, por lo que los responsables de tomar las decisiones no ven los resultados de sus actos hasta pasado bastante tiempo. En segundo lugar, y esto es mucho más importante, porque toda desinflación [es decir, toda política monetaria restrictiva] posee el perfil característico de cualquier actividad inversora: un coste inmediato y unos frutos que sólo se recogen gradualmente con el paso del tiempo.”<sup>56</sup>*

Sobre todo lo que se persigue es que el gobierno no induzca al Banco Central a *acomodar* su política monetaria a las necesidades del presupuesto público –o política fiscal. Por ejemplo, si la deuda pública ofrece poco interés a los inversores, el banco puede –mediante operaciones de mercado abierto- comprar bonos públicos para reducir artificialmente su tipo de interés. O puede, directamente, comprarle esta deuda al mismo gobierno en el momento de la emisión. En ambos casos, el Banco Central *monetiza* la deuda pública inyectando dinero en la economía.

### 3.4 Críticas a la independencia del Banco Central.

#### 3.4.1 ¿Es prioritario luchar contra la inflación?

Desde los primeros años de 1990 la política monetaria de muchos países se ha basado en la prosecución de un objetivo único o prioritario de mantener la inflación dentro de un umbral determinado (*inflation targeting*). Los defensores de la independencia de los Bancos Centrales creen que con ella se asegura que este objetivo de inflación sea una política creíble y predecible.<sup>57</sup>

Los temores que suscita la inflación son comprensibles pero no justificable. En primer lugar, se dice que la inflación perjudica indirectamente a la inversión, pues los precios elevados desaniman el ahorro al hacer poco atractivo acumular una moneda que se deprecia con el tiempo. Pero no está claro que se produzca este efecto, por lo menos en inflaciones moderadas, ya que pueden encontrarse experiencias que sugieren la secuencia inversa: la utilización deliberada de la inflación como medio de comprimir el consumo y de generar ‘ahorro forzoso’, a fin de financiar inversiones imprescindibles para el despegue económico.<sup>58</sup>

En segundo lugar, se puede pensar que la inflación perjudica directamente a los proyectos de inversión, tornando más difícil el calcular la rentabilidad de los mismos; de nuevo estamos autorizados a replicar que si la inflación se mantiene a una tasa moderada y estable, los inversores serán capaces de anticipar sus efectos futuros lo que les permitirá, en definitiva, descontarlos en el presente.

---

<sup>55</sup> **Frederic S. Mishkin:** *op. cit.*, p. 331.

<sup>56</sup> **Alan Blinder:** *El Banco Central: teoría y práctica*, Barcelona, ed. Antoni Bosch, 1999, p. 53.

<sup>57</sup> **Bordo, Michael D.:** “Monetary policy, history of.”, en **Steven N. Durlauf** y **Lawrence E. Blume** (eds.): *The New Palgrave Dictionary of Economics Online*. Palgrave Macmillan, 2008. Disponible en <[http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008\\_H000180](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_H000180)>

<sup>58</sup> **Marcelino Costafreda:** *La inflación*, Barcelona, ed. Salvat, 1975, p. 67.

Algunos economistas estiman que la inflación empieza a ser un problema a partir de incremento de los precios del 20% anual, ya que “*no ha sido posible establecer ni teórica ni empíricamente los costes de una inflación moderada pero sostenida*”.<sup>59</sup>

Como ha destacado Jacques Sapir, para llegar a la idea de los Bancos Centrales independientes se requiere la aceptación de dos hipótesis discutibles: la relación directa entre Oferta Monetaria e inflación, y la afirmación de que la inflación es siempre y para casi todos el peor de los males posibles.

La primera hipótesis es un postulado básico de la teoría cuantitativa de la moneda en la que sólo creen los monetaristas seguidores de Milton Friedman, y que no ha encontrado confirmación empírica concluyente.

La segunda hipótesis reposa en la confusión, en verdad nada inocente, entre inflación e hiperinflación –definida esta última como una inflación muy elevada, fuera de control. Las dos situaciones son, sin embargo, radicalmente diferentes en sus efectos. Si la hiperinflación es –y no cabe duda- una desgracia general, en cambio las inflaciones moderadas y no anticipadas pueden tener unos costes desiguales según el sector social y económico de que tratemos.<sup>60</sup>

Efectivamente, cuando una inflación *no es anticipada* –esto es, cuando coge por sorpresa a los agentes económicos- da lugar a efectos redistributivos de la riqueza y la renta, por lo que si bien algunas personas pueden verse negativamente afectadas, otras en cambio lo serán favorablemente: en particular, los acreedores a favor de los deudores, y los que poseen rentas fijas en términos nominales a favor de quien debe pagarlas. Cuando la inflación puede preverse –anticiparse- los agentes pueden cubrirse renegociando los contratos económicos teniendo en cuenta esta inflación prevista.<sup>61</sup>

Aún así no siempre hay lugar para la negociación, por ejemplo en el caso de las personas jubiladas que reciben una pensión, o de aquellos que hayan comprado deuda pública a largo plazo; en estos casos, da igual que la inflación pueda preverse o no.

Pero esto no es todo; considerar que la tarea prioritaria o exclusiva del Banco Central es mantener bajo control a la inflación, sólo puede hacerse desde el supuesto monetarista subyacente de que las crisis financieras y económicas tienen como causa principal el desgobierno de la Oferta Monetaria, y que una vez esté aquella bajo la tutela técnica del Banco Central, estos problemas serán cosa del pasado. Esto es un error, pues no se ha podido determinar de forma concluyente una relación de causa-efecto entre el ciclo monetario y el ciclo de los negocios. En otras palabras: “*El dinero, aun constituyendo un elemento importante para la interpretación de los movimientos cíclicos, representa sólo una condición permisiva del ciclo económico. Y como tal puede convertirse en un factor de estabilización o de perpetuación de la coyuntura.*”<sup>62</sup>

La agudización de las crisis financieras en las últimas cuatro décadas y la necesaria intervención de los Bancos Centrales como ‘prestamistas de último recurso’, ha motivado que estos últimos lleguen

---

<sup>59</sup> Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff: *Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera*, Madrid, ed. Fondo de Cultura Económica, 2011, pp. 32 y s.

<sup>60</sup> Jacques Sapir: *Economistas contra la democracia*, Barcelona, Ediciones B, 2004, pp. 166 y s.

<sup>61</sup> Clive Briault: “The costs of inflation”, en *Bank of England Quarterly Bulletin* (Febrero, 1995), p. 34. Disponible en <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb950102.pdf>>

<sup>62</sup> Paolo Guerrieri: *Las fluctuaciones económicas*, Barcelona, ed. Oikos-Tau, 1990, p. 54.

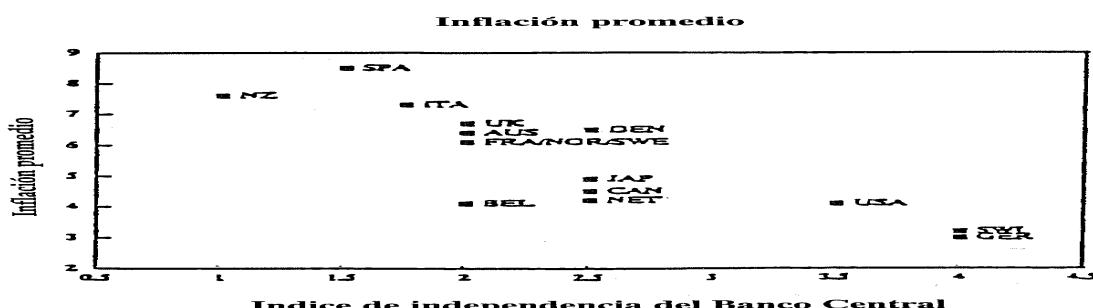
a un ‘enfoque flexible’ (*flexible approach*) de los objetivos de inflación; que se ha convertido en confusión total con la actual crisis financiera comenzada en 2008, que ciertamente ha resultado de una enorme gravedad.

Conscientes de la situación actual, algunos economistas han llegado incluso a postular que el Banco Central actúe como un ‘creador de mercado de último recurso’ (*market maker of last resort*). Esto podría implicar, primero, realizar operaciones de mercado abierto con títulos financieros del sector privado y, segundo, la aceptación de una gran variedad de títulos financieros del sector privado como colateral en las operaciones realizadas en la ventanilla de descuentos. Es decir, se propone sin ningún rubor la socialización de las pérdidas para proteger los beneficios privados.<sup>63</sup>

### **3.4.2 ¿Qué beneficios económicos tiene la independencia del Banco Central?**

Varios economistas han realizado estudios empíricos acerca de la relación entre la independencia del Banco Central y el desempeño macroeconómico. Uno de los primeros y más conocido, el de Alesina y Summers determinó que los países con los Bancos Centrales más independientes gozaron de menores tasas de inflación sin sufrir costes en términos de una actividad económica más inestable.<sup>64</sup> Por tanto, la independencia del Banco Central pareció representar lo que humorísticamente se denominó una ‘comida gratis’ (*free lunch*).

En el siguiente gráfico puede observarse, en efecto, que la inflación está negativamente correlacionada con el grado de independencia de los Bancos Centrales; vale decir, que a mayor independencia de los Bancos Centrales menor es la inflación resultante.<sup>65</sup>



Pero estos resultados han sido cuestionados en su totalidad, bien porque no se está de acuerdo con los indicadores utilizados para medir el grado de independencia de los Bancos Centrales, bien por cuestiones teóricas o por la muestra temporal y de países utilizada.

**A. En cuanto a la relación negativa entre la independencia del Banco Central y la tasa de inflación.** El economista Adam Posen fue el primero en señalar que la prueba estadística de la correlación no

<sup>63</sup> Demophanes Papadatos: “Central banking in contemporay capitalism: inflation targeting and financial crisis”, en *Research on Money and Finance*, Discussion Paper nº 5 (Febrero, 2009), pp. 12-19. Disponible en <<http://www.researchonmoneyandfinance.org/media/papers/RMF-05-Papadatos.pdf>>

<sup>64</sup> Alberto Alesina y Lawrence H. Summers: “Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence”, en *Journal of Money, credit and Banking*, vol. 25, nº 2 (Mayo, 1993), *pássim*. Disponible en <<http://www.econ.ucdenver.edu/smith/econ4110/Alesina Summers - Central Bank Independence and Macro Performance.pdf>>

<sup>65</sup> Alberto Alesina y Lawrence H. Summers: *ibidem*, p. 155.

nos dice nada acerca de la *relación causal* entre las variables: estas pueden estar asociadas debido al azar (correlación espuria) o bien estar asociadas a otra variable que las determina.<sup>66</sup>

Lo más probable es que la última hipótesis sea la correcta. Los países pueden poseer características en sus *fundamentos económicos* que estén sistemáticamente asociadas con la inflación resultante y con el grado de independencia de los Bancos Centrales. Después de controlar estos potenciales determinantes de la inflación, Campillo y Miron encontraron que la independencia del Banco Central aporta poco a la hora de determinar las tasas de inflación.<sup>67</sup>

B. En cuanto a los efectos macroeconómicos de la independencia del Banco Central. La mayoría de los estudios empíricos están de acuerdo en que el crecimiento económico no se ve alterado por la independencia del Banco Central, pero sí se producen costes en términos de menor producción y empleo como resultado de aplicar políticas monetarias restrictivas cuando se parte de niveles elevados de inflación (*desinflation costs*).<sup>68</sup>

### 3.4.3 ¿Es la conducción de la política monetaria un asunto meramente técnico?

Quienes abogan por la independencia del Banco Central creen que la conducción de la política monetaria es una tarea esencialmente técnica. Por lo tanto, deducen que quienes deben encargarse de ellos son los técnicos economistas, sin interferencias del poder político.

Como dicen Capie, Goodhart y Schnadt:

*“Los banqueros centrales son vistos, quizás, que tienen más en común con lo judicial que con los políticos o los banqueros privados; y son percibidos como a la vez técnicamente expertos y como por encima de las pasiones egoísticas, y un agente necesario (del gobierno democrático) para imponer orden en un sistema financiero potencialmente turbulento.”<sup>69</sup>*

En verdad, esta interpretación de la gestión de la política monetaria no resiste el escrutinio de la crítica. Para verlo, será conveniente hacer antes un breve comentario.

Toda política económica -y no sólo la monetaria- consiste en el estudio de los medios e instrumentos que sirven para alcanzar determinados fines u objetivos, respetando ciertos principios. *Principios, objetivos e instrumentos* son las coordenadas básicas que articulan la puesta en marcha de la política económica. Como hemos visto, los objetivos tradicionales de la política monetaria han sido la estabilidad de precios y la estabilidad del sistema financiero, al que se le ha añadido el del pleno empleo. (En la actualidad, existe una gran polémica entre los economistas en cuanto a cuáles de estos objetivos debe perseguirse y de si hay incompatibilidad entre ellos). Existen también unos principios ‘implícitos’ de la política económica, siendo el principal de ellos la conservación de la estructura capitalista de la economía. Por consiguiente, también deben ser válidas las condiciones

<sup>66</sup> **Adam Posen:** “Central bank independence and disinflationary credibility: a missing link?”, en *Reserve Bank of New York Staff Reports*, nº1 (Mayo, 1995), p. 27. Disponible en <[http://app.ny.frb.org/research/staff\\_reports/sr1.pdf](http://app.ny.frb.org/research/staff_reports/sr1.pdf)>

<sup>67</sup> **Marta Campillo y Jeffrey A. Miron:** “Why does inflation differ across countries?”, en **Christina D. Romer y David H. Romer (eds.):** *Reducing inflation: motivation and strategy*, Chicago, University of Chicago Press, 1997, pássim. Disponible en <<http://www.nber.org/chapters/c8889.pdf>>

<sup>68</sup> **Friedrich Kibmer y Helmut Wagner:** *Central bank independence and macroeconomic performance: a survey of the evidence*, mimeo (Junio, 1998), p. 42. Disponible en <[http://www.fernuniversität-hagen.de/ls\\_wagner/download/publikationen/ki-wa\\_dp-255.pdf](http://www.fernuniversität-hagen.de/ls_wagner/download/publikationen/ki-wa_dp-255.pdf)>

<sup>69</sup> **Forrest Capie, Charles Goodhart y Norbert Schnadt:** *op. cit.*, p. 91.

básicas para el normal funcionamiento del mecanismo capitalista: a) la hegemonía de la propiedad privada de los medios de producción; b) un proceso de acumulación continuo, que no descienda por debajo de ciertos límites; c) la existencia de una estructura de clases diferenciada, con un determinado nivel de desigualdad entre las rentas y las respectivas riquezas.<sup>70</sup>

Pero por ‘técnica’ debe entenderse el “*conjunto de procedimientos puestos en práctica para obtener un resultado determinado*”.<sup>71</sup> Por consiguiente, las decisiones técnicas son aquellas que se limitan a seleccionar los *instrumentos* necesarios para cumplir un objetivo. Ello pone de manifiesto que la política económica nunca será una cuestión meramente técnica en cuanto sean objeto de debate los objetivos y los principios de la misma.

Esto lo ha captado muy bien el pensador Isaiah Berlin, cuando escribe:

“*Cuando se está de acuerdo en los fines, los únicos problemas que quedan son los de los medios, y éstos no son políticos, sino técnicos; es decir, capaces de ser resueltos por los expertos o por las máquinas, al igual que las discusiones que se producen entre los ingenieros o los médicos.*”<sup>72</sup>

Por otra parte no todos están de acuerdo en alabar la competencia técnica de los banqueros centrales. Así, en su libro consagrado a la historia del dinero, nos dice J. K. Galbraith:

“*Si de esta historia algo resulta evidente es que la tarea [del gobierno de la moneda] atrae a un nivel muy bajo de talentos [...]. Además, [...] la incapacidad está protegida por el hecho de que casi nunca se achaca el fracaso a los responsables de él.*

“*Por último, igual que en la diplomacia, un carácter amablemente conformista, un buen sastre y la capacidad de articular el tópico financiero de moda, ha contribuido más al éxito personal que una mentalidad excesivamente inquisitiva.*”<sup>73</sup>

### 3.4.4 *El déficit democrático.*

Un argumento contra un Banco Central independiente sostiene que es antidemocrático tener una política monetaria (un asunto de interés público) controlada por una élite que no es responsable ante la sociedad.<sup>74</sup>

En realidad, la idea de un Banco Central independiente es una actualización de la ya conocida ideología tecnocrática, que ha sido definida como sigue:

“*Los pilares de esta ideología son –además de la preeminencia de la eficiencia y de competencia- la concepción de la política como reino de la incompetencia, de la corrupción y del particularismo, el tema del desinterés de las masas por la res publica con la consiguiente profesionalización del decisión-making, las tesis de la decadencia de las ideologías políticas y su sustitución por una especie de koiné tecnológica .*”<sup>75</sup>

<sup>70</sup> Vittorio Valli: *Política económica*, Barcelona, ed. Oikos-Tau, 1989, pp. 17-9 y 29.

<sup>71</sup> Carl Mitcham: *¿Qué es la filosofía de la tecnología?*, Barcelona, ed. Anthropos, 1989, p. 13.

<sup>72</sup> Isaiah Berlin: *Cuatro ensayos sobre la libertad*, Madrid, ed. Alianza, 1998, p. 215.

<sup>73</sup> John Kenneth Galbraith: *op. cit.*, p. 351.

<sup>74</sup> Frederic S. Mishkin: *op. cit.*, p. 331.

<sup>75</sup> Domenico Fisichella: “Tecnocracia”, en Norberto Bobbio, Nicola Matteucci y Gianfranco Pasquino (dirs.): *Diccionario de política*, México, ed. Siglo XXI, 1998, vol. II, p. 1609. La *res publica* es una expresión latina para designar la ‘política’; *decisión-making* es una expresión inglesa para designar la ‘toma de decisiones’; y *koiné* es una palabra griega que designa a una ‘lengua común’.

Conscientes del carácter reaccionario que posee tal ideología tecnocrática, y temerosos de que un Banco Central independiente no posea la legitimidad social necesaria para su funcionamiento, un numeroso grupo de economistas con mala conciencia han propuesto aceptar las limitaciones sobre la interferencia del gobierno sobre la política monetaria pero, a su vez, poner limitaciones sobre cómo el Banco Central debe ejercer su independencia. Así, ellos reemplazan el control político y democrático de la política monetaria y de su brazo ejecutor, el Banco Central, por uno más estrecho denominado *accountability* (rendición de cuentas).<sup>76</sup>

Según la exposición más completa que hemos encontrado de este término, la ofrecida por Eijffinger y Hoeberichs, la *accountability* del Banco Central comprende tres características principales:

- Decisiones sobre la definición explícita y la prioridad de objetivos de la política monetaria. En una sociedad democrática los políticos electos deberían decidir sobre estas cuestiones, a la vez que permitiría a las autoridades y a la opinión pública controlar el desempeño del Banco Central con más efectividad.
- Transparencia. La información sobre el desempeño del Banco Central es fundamental para su evaluación. Los encargados del Banco Central deberían informar en intervalos regulares de sus trabajos realizados y de los planes futuros; las actas de las reuniones de sus directivos deben publicarse.
- Debería haber una obligación legal para el Banco Central de informar al parlamento o de explicar sus acciones al parlamento, así como al gobierno. También debería haber un mecanismo de desautorización a disposición del gobierno para cambiar la política del Banco Central. Finalmente, es necesario un procedimiento de destitución del responsable del Banco Central si este no cumple con los objetivos de la política monetaria.<sup>77</sup>

En nuestra opinión la propuesta de la *accountability* no es más que la expresión de una tecnocracia vergonzante, pues mantiene la desconfianza sobre el control político y democrático del Banco Central; y que como dice James Forder, no responde a la cuestión esencial de que son las personas que no han sido elegidas, mucho más que las que lo son, quienes carecen de incentivos para perseguir el interés público.<sup>78</sup> Además, no es imposible que el Banco Central acabe siendo víctima de lo que la literatura económica conoce como la ‘captura del regulador’ (*regulatory capture*): una presión ejercida por grupos de interés sobre organismos públicos o quasi-públicos con el objetivo de alterar a su favor los objetivos de la política económica, y de lo que hay abundantes ejemplos sobre agencias muy relevantes.<sup>79</sup>

---

<sup>76</sup> Clive Briault, Andrew Haldane y Mervyn King: “Central bank independence and accountability: theory and evidence”, en *Bank of England Quarterly Bulletin*, (Febrero, 1996), *pássim*. Disponible en <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb960101.pdf>>

<sup>77</sup> Silvester C.W. Eijffinger y Marco M. Hoeberichts: “Central bank accountability and transparency: theory and evidence”, en *Discussion Paper 6/00*, Economic Research Centre of the Deutsche Bank (Noviembre, 2000), pp. 2-5. Disponible en <[http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Discussion\\_Paper\\_1/2000/2000\\_12\\_21\\_dkp\\_06.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Discussion_Paper_1/2000/2000_12_21_dkp_06.pdf?__blob=publicationFile)>

<sup>78</sup> James Forder: “Central bank independence: economic theory, evidence and political legitimacy”, en Philip Arestis y Malcolm Sawyer (eds.): *The rise of the market. Critical essays on the political economy of neo-liberalism*, Cheltenham (UK), ed. Edward Elgar, 2004, p. 169. Disponible en <<http://wxy.seu.edu.cn/humanities/sociology/htmledit/uploadfile/system/20101011/20101011135654995.pdf>>

<sup>79</sup> <[http://en.wikipedia.org/wiki/Regulatory\\_capture](http://en.wikipedia.org/wiki/Regulatory_capture)>

### 3.4.5 ¿Son realmente independientes los Bancos Centrales independientes?

El economista Adam Posen ha sido uno de los pocos que ha planteado de forma muy coherente que la preferencia por el control de la inflación personificada en el Banco Central independiente requiere de cierto apoyo político. En sus propias palabras: “*Si el Banco Central independiente no personifica tales preferencias, no podrá controlar la inflación en el largo plazo; si tales preferencias fueran universalmente apoyadas, la independencia sería innecesaria.*” Es por ello que, en su opinión, es importante descubrir qué fuerzas sociales apoyan el control de la inflación.<sup>80</sup>

Antes hemos explicado que cuando la inflación puede dar lugar a efectos redistributivos de la riqueza y la renta, por lo que si bien algunas personas pueden verse negativamente afectadas, otras en cambio lo serán favorablemente: en particular, los acreedores a favor de los deudores, y los que poseen rentas fijas en términos nominales a favor de quien debe pagarlas. Sobre esta base podremos deducir quienes están resueltamente a favor del control de la inflación.

En primer lugar los acreedores, claro está. Pero el sector social que mayoritariamente representa a este grupo es el *financiero*. Es fácil entender por qué resulta perjudicado. Si por ejemplo un banco presta a empresarios y consumidores a un tipo de interés nominal a un año del 5%, y al cabo de ese año, cuando los préstamos tengan que devolverse, se ha producido una subida de la inflación del 3%, resulta evidente que el beneficio del banco ha sido sólo del 2%: este es el tipo de interés *real* recibido por el banco. Y si la subida de la inflación hubiera sido del 6%, incluso habrían tenido pérdidas de un 1%.

Y si al mismo tiempo los trabajadores y los empresarios han conseguido cubrirse contra la inflación aumentando sus salarios y beneficios por lo menos un 3%, resulta también claro que para ellos el reembolso de la deuda supondrá entonces una parte menor de su renta disponible.

Según el economista antes citado, el sector financiero goza de grandes ventajas en la discusión política de la política monetaria. Posee acceso al gobierno y a los funcionarios del Banco Central al ser la principal fuente externa de información y consejo sobre política monetaria.; y su opinión es importante para que el gobierno evalúe el desempeño del Banco Central.<sup>81</sup>

El segundo grupo interesado en mantener a raya la inflación es el de los *empresarios exportadores*. En aquellas economías que estén muy abiertas al exterior, estos empresarios constituirán un importante grupo de presión, pues la inflación erosiona su competitividad en los mercados mundiales.<sup>82</sup>

Finalmente, creemos que un tercer grupo muy influyente es el de las *personas jubiladas*. Perciben del Estado ingresos fijos y son un sector en creciente aumento. Esto permite entender por qué el Presidente del Gobierno, M. Rajoy, dejó como última opción de sus medias de reducción del gasto público la no revalorización de las pensiones por el incremento de la inflación pasada.

---

<sup>80</sup> Adam S. Posen: “Declarations are not enough: financial sector sources of central bank independence”, en Ben S. Bernanke y Lujio J. Rotemberg (eds.): *NBER Macroeconomics Annual 1995*, MIT Press (1995), p. 254. Disponible en <<http://www.nber.org/chapters/c11021.pdf>>

<sup>81</sup> Adam S. Posen: *ibidem*, pp. 256 y s.

<sup>82</sup> David Romer: “Openness and inflation: theory and evidence”, en *The Quarterly Journal of Economics*, vol. CVIII, nº 4 (Noviembre, 1993), *pássim*. Disponible en <[http://elsa.berkeley.edu/~dromer/papers/DRomer\\_QJE1993.pdf](http://elsa.berkeley.edu/~dromer/papers/DRomer_QJE1993.pdf)>

En definitiva, la *financierización*, la *globalización* y el *envejecimiento de la población* son los factores económicos y demográficos que están detrás del firme apoyo al control de la inflación, y que pueden obligar a sustraer la política monetaria de las manos del gobierno y entregársela a un equipo de tecnócratas al mando del Banco Central.

### 3.4.6 Los ‘beneficios’ políticos de la independencia de los Bancos Centrales.

Los políticos que forman parte del *establishment* no conocen otra forma de luchar contra la inflación que las políticas monetarias restrictivas. Pero este instrumento tiene unas dolorosas contrapartidas: la caída de la producción y del empleo. De lo que resulta, como dicen los economistas Gamble y Walton, que

*“la debilidad decisiva de la estrategia monetarista es que ningún gobierno que la adopte en todo su sentido, puede esperar sobrevivir en las urnas. El poder de los sindicatos no sólo estriba en su capacidad de negociación dentro de sus industrias en particular, sino en la gran fuerza del voto de la masa de los asalariados y sus familias. A medida que el capitalismo ha absorbido dentro de la economía industrial a proporciones cada vez mayores de la población, la clase trabajadora industrial ha llegado a dominar numéricamente en los mercados políticos de todas las ‘democracias’ occidentales; no es de sorprender que hasta ahora no se haya encontrado la forma de persuadir a los electores para que voten a favor de la desocupación masiva. En consecuencia, parece que para que pueda aplicarse la estrategia monetarista [la política monetaria restrictiva], el mercado político tiene que cerrarse en alguna forma: por completo, sustituyendo a las elecciones libres por un régimen autoritario, o en parte, haciendo que los partidos existentes dejen de competir entre sí y formen una coalición nacional.”*<sup>83</sup>

En realidad existe una tercera opción: adjudicar todo el peso de la responsabilidad al Banco Central. Como expuso de forma muy cruda Wilhem Vocke, presidente del Directorio del Banco Central de la Alemania Occidental en 1950:

*“En algunas circunstancias el Banco Central se ve forzado a tomar medidas que no son populares. Es mejor para el gobierno, desde un punto de vista político, que estas medidas no tengan que depender del resultado de debates parlamentarios.”*<sup>84</sup>

### 3.4.7 Epílogo.

Como colofón a esta crítica de la independencia de los Bancos Centrales, creemos oportuno reproducir el siguiente comentario sobre el Reichsbank, el Banco Central de Alemania hasta la Segunda Guerra mundial:

*“La capacidad del banco para afrontar traumas se hallaba debilitada por fallos fundamentales. Estaba muy satisfecho de sí mismo, no debía responder ante nadie, tenía demasiada influencia y estaba infradotado de hombres con sentido común. La naturaleza profundamente antidemocrática del Reichsbank lo convertía, de alguna*

---

<sup>83</sup> Andrew Gamble y Paul Walton: *El capitalismo en crisis: la inflación y el Estado*, Madrid, ed. Siglo XXI, 1985, pp. 109 y s.

<sup>84</sup> Entre 1948 y 1957 el Banco Central de la República Federal de Alemania se denominó *Bank deutscher Länder*. Cit. en David Marsh: *El Bundesbank. El banco que gobierna Europa*, Madrid, Celeste Ediciones, 1994, p. 213.

*forma, en un instrumento perfecto en las manos de Hitler. Compartía con el Führer el precepto de que la estabilidad monetaria debía ser impuesta desde arriba más que creada por el pueblo. Cuando el Reichsbank se rebeló, brevemente y con convicción algo titubeante, contra las políticas monetarias de Hitler, en enero de 1939, ya era con mucho demasiado tarde.”<sup>85</sup>*

## SEGUNDA PARTE

### 4. LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA Y LA POLÍTICA MONETARIA

#### 4.1 El Eurosistema

El Tratado de Maastricht (o Tratado de la Unión Europea), así llamado por haber sido firmado el 7 de febrero de 1992 en la localidad holandesa homónima, se encargó de definir las instituciones que gestionarían la política monetaria. Estas constituyen lo que se denomina el Eurosistema, que es la autoridad que diseña y ejecuta la política monetaria de la Eurozona. La institución está formada por el *Banco Central Europeo*, su núcleo (que tiene su sede en la ciudad alemana de Frankfurt), y los *Bancos Centrales Nacionales* de los Estados de la Unión Europea cuya moneda es el Euro. El Eurosistema nació como consecuencia del hecho que no todos los Estados miembros de la Unión Europea adoptaron el Euro, y por tanto la institución que en un principio debería haberse encargado de la política monetaria, el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), ha permanecido sin autoridad, dado que ésta la forman todos los Bancos Centrales se hayan o no integrado en el Euro.<sup>86</sup>

Los órganos de gobierno del Eurosistema son el Comité Ejecutivo y el Consejo de Gobierno.

- a) Comité Ejecutivo: realiza la gestión cotidiana del BCE y ejecuta la política monetaria que define el Consejo de Gobierno. Su composición, además del Presidente y del Vicepresidente, será de entre dos y cuatro miembros, nombrados consensuadamente por los gobiernos de los Estados miembros para un período no renovable de ocho años.
- b) Consejo de Gobierno: le corresponderá el diseño de la política monetaria y fijará también los criterios para su ejecución por el Comité Ejecutivo. Es el órgano de máxima jerarquía del BCE y estará integrado por todos los miembros del Comité Ejecutivo (cuyos Presidente y Vicepresidente serán comunes a ambos órganos), además de por los gobernadores de los Bancos Centrales de los países pertenecientes a la Unión Monetaria.

Las decisiones se adoptarán, generalmente, por mayoría simple en cada uno de los órganos citados, contando con un voto cada uno de sus miembros. Dado que en la actualidad algo más de dos tercios de los votos del Consejo de Gobierno pertenece a los Bancos Centrales Nacionales, estos tienen una fuerte influencia en las decisiones de política monetaria. El resultado es una estructura organizativa bastante descentralizada, que posiblemente deberá ser revisada ante futuras ampliaciones a otros países de la Eurozona.<sup>87</sup>

Aunque las decisiones básicas de la política monetaria única es adoptada por el BCE, la ejecución (suministro o retirada de liquidez) corresponde a los diferentes Bancos Centrales nacionales.

<sup>85</sup> David Marsh: *ibídem*, p. 138.

<sup>86</sup> <<http://es.wikipedia.org/wiki/Eurosistema>>

<sup>87</sup> Michael Binder y Volker Wieland: “European Central Bank”, en Steven N. Durlauf y Lawrence E. Blume (eds.): *The New Palgrave Dictionary of Economics Online*, Palgrave Macmillan, 2008. Disponible en <[http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008\\_E000128](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_E000128)>

En todo caso, conviene subrayar dos requisitos estatutarios importantes del Eurosistema: la independencia total de los miembros de sus órganos de gobierno, en el ejercicio de sus funciones, respecto a cualquier otro organismo nacional o comunitario; y, por otra parte, la plena compatibilidad de los Estatutos de todos los Bancos Centrales nacionales de los Estados miembros de la Unión Monetaria Europea.<sup>88</sup>

La independencia del Eurosistema con respecto al poder político es máxima: según el Tratado de Maastricht, ‘ni el BCE, ni los bancos nacionales, ni los miembros de sus órganos de decisión pueden solicitar ni aceptar instrucciones de las instituciones o de los órganos comunitarios, de los Gobiernos de los Estados miembros o de cualquier otro organismo’.<sup>89</sup> Para variar sus estatutos habría que modificar el Tratado de Maastricht, lo cual requeriría la unanimidad de los países miembros. Según el economista F. S. Mishkin, el Eurosistema “es el Banco Central más independiente del mundo”.<sup>90</sup>

Además, la publicación de las actas detalladas y los votos de la reuniones del Consejo de Gobierno del BCE está prohibida. La concentración de poder en una autoridad centralizada como es el Banco Central Europeo junto a su independencia del poder político, ha generado como era de esperar suspicacias sobre la falta de transparencia y de responsabilidad que esta autoridad puede ostentar.<sup>91</sup>

Cuadro 1.- *Características de los principales Bancos Centrales*<sup>92</sup>

	Independencia	Publicación de actas
BCE	Sí	No
Fed (USA)	Sí	Sí
Banco de Japón	Sí	Sí
Banco de Inglaterra	No	Sí
Banco de Suecia	No	Sí

Últimamente, sin embargo, el Eurosistema ha tenido la ‘deferencia’ de dar dos pasos hacia una cierta rendición de cuentas: la publicación de un Boletín Mensual en donde explica sus políticas en detalle, y la explicación que el Presidente del Consejo de Gobierno ofrece a la prensa después de cada reunión mensual de este órgano de gobierno.<sup>93</sup>

El Eurosistema da prioridad absoluta al mantenimiento de una baja inflación, a través de dos condiciones que debían aparecer en sus estatutos además de en el Tratado de Maastricht:

- I. En primer lugar, el principal objetivo macroeconómico de la política monetaria debe ser la estabilidad de precios. El Tratado de Maastricht establece como principio secundario y explícitamente subsidiario del Eurosistema ‘el apoyo a las políticas económicas generales’<sup>94</sup>

<sup>88</sup> Juan Gómez Castañeda: “La Unión Monetaria Europea”, en *Política y Sociedad*, 28 (1998), p.47.

Disponible en <<http://www.ucm.es/BUCM/revistas/cps/11308001/articulos/POS09898230041APDF>>

<sup>88</sup> <<http://es.wikipedia.org/wiki/Eurosistema>>

<sup>89</sup> Cit. en Dominique Plihon: *L'euro: une construction inachevée*, en <<http://www.diplomatie.gouv.fr/fr/I/MG/pdf/FD001428.pdf>>

<sup>90</sup> Frederic S. Mishkin: *Moneda, banca y mercados financieros*, México, ed. Pearson Education, 2008, p. 324.

<sup>91</sup> Miriam Camarero Olivas y Cecilio R. Tamarit Escalona: “Las políticas macroeconómicas en la UEM”, en Josep M.<sup>a</sup> Jordán Galduf (coord.): *Economía de la Unión Europea*, ed. Aranzadi, Pamplona, 2008, pp. 568 y s.

<sup>92</sup> Miriam Camarero Olivas y Cecilio R. Tamarit Escalona: *op. cit.*, p. 569.

<sup>93</sup> Paul de Grauwe: *Economics of Monetary Union*, Oxford (UK), Oxford University Press, 2012, p. 162.

<sup>94</sup> Dominique Plihon: *L'euro: une construction inachevée*, mimeo. Disponible en <<http://www.diplomati>

II. En segundo término, el BCE debe ser institucionalmente independiente de las autoridades políticas para asegurar que los déficit presupuestarios de los gobiernos nacionales y europeo no se financiarán mediante emisión de dinero.

Con respecto al punto b), dice el art. 2 del Protocolo sobre el Estatuto del Eurosistema incluido en el Tratado de Maastrich:

*“Con arreglo a lo dispuesto en el artículo 101 del Tratado, queda prohibida la autorización de descubiertos y la concesión de otro tipo de créditos por parte del BCE o de los Bancos Centrales nacionales en favor de instituciones u organismos comunitarios, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros; queda igualmente prohibida la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el BCE o los Bancos Centrales nacionales.”<sup>95</sup>*

El Consejo de Gobierno del BCE resolvió en 2003 que el objetivo de estabilidad de precios se fijaría en un incremento interanual por debajo del 2 por 100 del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC).<sup>96</sup> Este es un indicador estadístico cuyo objetivo es proporcionar una medida común de la inflación que permita realizar comparaciones entre los países de la Unión Europea (UE), y entre éstos y otros países que no pertenecen a la UE. Por ello, se utilizó para examinar el cumplimiento que en esta materia exigía el Tratado de Maastrich para la entrada en la Unión Monetaria Europea.<sup>97</sup>

Debe destacarse el hecho de que sea el mismo Eurosistema el que fije su objetivo de inflación, lo cual hace que el grado de discrecionalidad de este Banco Central sea enorme. Según Paul De Grauwe, esto será una fuente de conflictos permanente con el poder político.<sup>98</sup>

## 4.2 La política monetaria en la Eurozona

La primera consideración que hay que tener en cuenta y que es extremadamente importante, es que con la implantación de la Unión Monetaria Europea los países que se han adherido a la misma han transferido el diseño y aplicación de la política monetaria al Eurosistema. Es este un caso real de *cesión de soberanía* de la que muchos ciudadanos -nos tememos- aún no son conscientes, tanto en su significado como en sus consecuencias.

Las disposiciones institucionales descritos en los párrafos anteriores ponen de relieve la importancia de la estabilidad de precios como un elemento central en la constitución económica de la Unión Monetaria Europea. Sin embargo, a pesar de todas las garantías institucionales surgen la siguientes preguntas: ¿podrá asegurar el Eurosistema la estabilidad de precios? ¿Cómo se ha comportado el Eurosistema frente a la crisis financiera desencadenada en 2008?

### 4.2.1 El control de la inflación.

El gráfico que adjuntamos más abajo elaborado por Gaspar e Issing<sup>99</sup> muestra la inflación anual en la zona del euro, por medio del Índice Armonizado de Precios de Consumo (HICP en inglés)) y las

---

e.gouv.fr/fr/IMG/pdf/FD001428.pdf>

<sup>95</sup> <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/es/oj/2006/ce321/ce32120061229es00010331.pdf>>

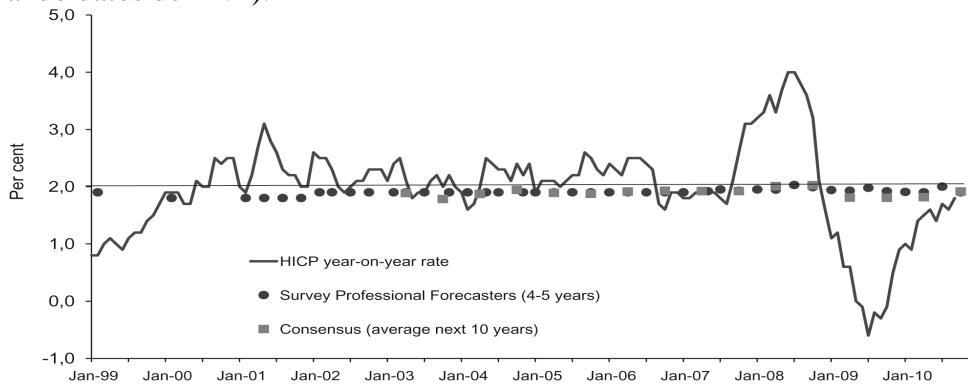
<sup>96</sup> **Miriam Camarero Olivas y Cecilio R. Tamarit Escalona:** *op. cit.*, p. 573.

<sup>97</sup> <<http://www.ine.es/daco/daco43/notaipca.htm>>

<sup>98</sup> **Paul de Grauwe:** *op. cit.*, p. 161.

expectativas a largo plazo de inflación según las predicciones de dos fuentes distintas de previsión. El gráfico deja en claro que año tras año la inflación ha estado por encima del 2% la mayor parte del tiempo. En junio y julio de 2008 se alcanzó brevemente el 4% (el doble del límite superior de la definición del BCE de estabilidad de precios). Del mismo modo, la mayor parte del período, la inflación anual promedio ha estado cerca, pero no por debajo del 2%. Sólo recientemente, en el contexto de la crisis financiera y la gran recesión asociada, las tasas de inflación muy bajas -o incluso, por un breve período, negativas- empujaron la inflación promedio por debajo del límite del 2%.

Aunque la mayoría de los comentaristas consideran estos resultados como un éxito del Eurosistema, un examen más atento de la cuestión nos obliga a ser más críticos. Basta meter los datos en una calculadora para llegar a la conclusión de que un tasa de crecimiento acumulativa de la inflación del 2% anual, supone al cabo de diez años un crecimiento de los precios de casi el 22%. En el caso de España, la asociación de consumidores OCU informaba que en el periodo 2002-2009 el IPC (índice de precios al consumo) había subido un 22,7%, mientras que el salario medio lo había hecho un 13,7% (utilizando datos del INE).<sup>100</sup>



Sources: Consensus Economics, ECB and Eurostat.

Esta misma organización de consumidores sembraba la duda de que el IPC en su diseño actual fuera un correcto medidor del incremento de la inflación, pues consideraban que la misma había sido en realidad más alta. Esta percepción ha sido compartida por muchos ciudadanos de la Eurozona, por organizaciones de consumidores y de algunos destacados políticos, como el anterior presidente francés Nicolás Sarkozy.<sup>101</sup>

Esto plantea dos tipos de cuestiones. Primera, de si el IPC actual es un instrumento adecuado para medir la inflación. El tema no es baladí, pues es esta una cuestión muy compleja que involucra tres tipos de problemas: a) la elección del rango de bienes y servicios que se desea incorporar; b) la medición correcta de la evolución de los precios individuales; y c) la elección del método de agregación de los distintos precios.<sup>102</sup> La segunda cuestión es, como algunos han llegado a apuntar, de si los índices han sido sistemáticamente manipulados por los gobiernos con el fin de no perder

<sup>99</sup> Vítor Gaspar y Otmar Issing: "European Central Bank and monetary policy in the euro area", en Steven N. Durlauf y Lawrence E. Blume (eds.): *The New Palgrave Dictionary of Economics Online*, Palgrave Macmillan, 2011. Disponible en <[http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2011\\_M000429](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2011_M000429)>

<sup>100</sup> OCU: *10 años del euro: precios que suben y no bajan*. Disponible en <<http://www.ocu.org/10-anos-del-euro-precios-que-suben-y-no-bajan-s565514.htm>>

<sup>101</sup> <<http://es.wikipedia.org/wiki/Euro>>

<sup>102</sup> David E. Lebow y Jeremy B. Rudd: "Inflation measurement", en Steven N. Durlauf y Lawrence E. Blume (eds.): *The New Palgrave Dictionary of Economics Online*, Palgrave Macmillan, 2008. Disponible en <[http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008\\_I000294](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_I000294)>

popularidad.<sup>103</sup> La decisión del Gobierno español de incluir las rebajas de invierno y verano en la confección del IPC presta algo de apoyo a esta tesis. Ambas cuestiones merecerían un tratamiento independiente que no vamos a realizar aquí.

#### 4.2.2 *La resolución de la crisis financiera.*

Esta crisis ha puesto negro sobre blanco las debilidades y contradicciones de la política monetaria de la Eurozona, tanto antes como después de 2008.

A) Antes de la crisis. La debilidad estructural del Eurosistema consistía en que, a diferencia de la mayoría de los Bancos Centrales, no tenía competencias en cuanto a la regulación y supervisión del sistema financiero, que se dejó en manos de las autoridades nacionales. Esto no fue así por casualidad. Los políticos que diseñaron el Banco Central europeo aceptaron a pies juntillas la interpretación de Milton Friedman y su escuela de que bastaba una política ‘ordenada’ de la emisión monetaria para que las crisis financieras desaparecieran del panorama europeo. Pero no tuvieron en cuenta que la creación de un espacio europeo de libre circulación de capital podría dar pábulo a un incremento de los flujos de dinero especulativo (*hot money* o ‘dinero caliente’) dentro de la Eurozona, lo cual volvería inservible cualquier política de contención de la emisión monetaria. Además, esta interconexión del sistema financiero europeo daría por resultado que cualquier crisis regional se trasladase en seguida al resto de los países.

Además, según Paul De Grauwe las autoridades nacionales tuvieron un incentivo en ocultar la situación real de sus respectivos sistemas bancarios, por lo cual el conjunto de la Eurozona estaba mal informado de la situación real que estaba minando la solvencia de los bancos. “*Como resultado -dice este economista-, no hay exageración en decir que el sistema de supervisión en la Eurozona falló y que el mismo contribuyó a la crisis bancaria que estalló en 2007-8.*”<sup>104</sup>

El 12 de Septiembre de 2012, a toro pasado la Comisión Europea propuso un mecanismo único de supervisión bancaria de la zona del euro, con el que la responsabilidad última sobre las tareas específicas de supervisión relacionadas con la estabilidad financiera de todos los bancos de la zona del euro recaería en el Banco Central Europeo (BCE).<sup>105</sup> Tres meses más tarde tal mecanismo sería aprobado por la Unión Europea.<sup>106</sup>

B) Después de la crisis. Aunque la crisis estalló de forma cruda en 2008 ya el año anterior se dejaron sentir sus efectos, por lo que el Eurosistema decidió actuar inyectando liquidez, comportándose como un ‘prestamista de último recurso’ del sistema financiero privado. El que la inflación repuntase en 2008 parece consecuencia de esta medida.

Sin embargo ante la previsión de que los precios seguirían subiendo, el Eurosistema cometió el error garrafal en Julio de 2008 de subir los tipos de interés de sus préstamos 25 puntos básicos; con lo cual podemos decir, con toda claridad, que el Eurosistema contribuyó con su granito de arena a precipitar la crisis y la recesión subsiguiente.

Este error no fue fruto del azar, sino del sectorismo por querer defender el objetivo de control de la inflación contra viento y marea, tal y como se desprende del siguiente comentario de J. Stark, miembro del Comité Ejecutivo del Eurosistema, en un discurso del 18 de Noviembre de 2008: “*El*

<sup>103</sup> <<http://es.wikipedia.org/wiki/Euro>>

<sup>104</sup> **Paul de Grauwe:** *op. cit.*, pp. 166-8.

<sup>105</sup> <[http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-12-953\\_es.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-953_es.htm)>

<sup>106</sup> <<http://www.publico.es/dinero/447334/la-ue-acuerda-que-el-bce-supervise-a-los-bancos-europeos>>

*mandato del ECB [Banco Central Europeo] es mantener la estabilidad de precios en el medio plazo. A este mandato debemos adherirnos tanto en tiempos normales como en tiempos de crisis.*”<sup>107</sup>

Pero ante la enorme gravedad de los hechos económicos que vinieron después, el Eurosistema decidió lanzar por la borda toda su retórica antiinflacionista –como lo hicieron el resto de los Bancos Centrales de las economías desarrolladas–, impulsando una enorme batería de medidas expansivas entre las que destacamos:

- a) en la ventanilla de descuentos (*standing facilities*):
  - Ajuste de los tipos de interés, pasando del 4,25% al 1%.
  - Ampliación de los títulos exigibles como colateral y prolongación del tiempo de vencimiento de los préstamos.
- b) de mercado abierto:
  - Adquisición de deuda pública y privada.<sup>108</sup>

El monto de estas intervenciones ha sido considerable, no sólo en Europa sino también en otros lugares. Sin embargo la expansión de balances como el de la Fed o el del Banco de Inglaterra ha sido aún mayor: la Fed dobló el tamaño de su balance con la crisis mientras que el Banco de Inglaterra llegó a triplicarlo.<sup>109</sup>

Como vemos el Eurosistema se ha visto obligado a ayudar tanto al sector privado como al público. En el segundo caso porque la crisis disparó los tipos de interés de la deuda pública de algunos países, alcanzando niveles insostenibles. Pero el Banco Central de la Eurozona lo ha hecho comprando títulos en el mercado secundario, ya que legalmente no puede hacerlo directamente a los Estados. También ha condicionado la compra de estos títulos a la adopción por parte de los países afectados de drásticas medidas de flexibilización del mercado de trabajo y de reducción del gasto público, un chantaje en línea con la más estricta doctrina liberal.<sup>110</sup>

Asimismo, varios comentaristas han señalado cómo los bancos han utilizado estos generosos préstamos para financiarse al 1% mientras adquirían deuda pública a diez años con rentabilidades de entre el 5 y el 7,6%, saneando sus balances a costa de los ciudadanos, cuando lo lógico hubiese sido que el sistema bancario pasase directamente bajo control público.<sup>111</sup>

En síntesis, mientras que el Eurosistema superó rápidamente sus reticencias a comportarse como ‘prestamista de último recurso’ del sistema financiero, no ha tenido la misma disposición con respecto a los Estados en apuros, a los que ha ayudado en poca medida y obligándoles a tomar medidas injustas e ineficaces.

#### 4.3 Conclusión.

Según Paul De Grauwe, dos circunstancias fueron decisivas a la hora de realizar el diseño del Eurosistema. La primera, de índole intelectual: la preeminencia de la ‘contra-revolución

<sup>107</sup> Cit. en **Paul de Grauwe**: *op. cit.*, pp. 192.

<sup>108</sup> **Vítor Gaspar y Otmar Issing**: *op. cit.*

<sup>109</sup> **Paul de Grauwe**: *op. cit.*, pp. 203 y s.

<sup>110</sup> **Ernesto Ekaizer**: *Indecentes. Crónica de un atraco perfecto*, Barcelona, ed. Espasa, 2012, pp. 111-20.

<sup>111</sup> En España, habitualmente realizan esta crítica los economistas Vicenç Navarro y Juan Torres; en el extranjero, últimamente la ha expresado Eric Toussaint. Vid. **Eric Toussaint**: *El BCE y la Reserva Federal al servicio de los grandes bancos privados*. Disponible en <<http://patasarribavlc.blogspot.com.es/2012/12/el-bce-y-la-reserva-federal-al-servicio.html>>

monetarista', que destronó al keynesianismo como doctrina rectora de la política macroeconómica; la segunda, de carácter político: el veto de Alemania a ceder su soberanía monetaria si no se aseguraba máxima prioridad al control de la inflación.<sup>112</sup>

Creemos pues que sería hipócrita culpar al Eurosistema enteramente de su comportamiento pasado y actual; en realidad, su diseño neoliberal y no democrático era de sobra conocido y fue aceptado por todas las partes que firmaron el Tratado de Maastricht, y nadie obligó ni obliga hoy en día a ningún país a ser miembro de la Eurozona.

Lo que si es motivo de asombro y de preocupación es la adhesión por parte de la socialdemocracia europea a tales principios, que barruntamos provocará o bien un hundimiento de los partidos existentes (como en Grecia), o bien su fractura como parece probable en el caso español.

Consciente de esta situación, el líder de los socialistas españoles –Alfredo P. Rubalcaba- ha hecho un llamamiento a las fuerzas progresistas europeas para “unir sus esfuerzos” con el fin de, entre otras cosas, establecer una política monetaria en la que el BCE actúe como la Reserva Federal de EEUU.<sup>113</sup> En nuestra opinión este objetivo parece inalcanzable: resulta altamente improbable que Alemania y otros países cedan a estas pretensiones y permitan que el Eurosistema aplique una política de ‘dinero fácil’ para el sector público. Y sin el consenso unánime de los 17 países de la Eurozona los estatutos del Banco Central nunca podrán modificarse.

## CARLOS JAVIER BUGALLO SALOMÓN

Licenciado en Geografía e Historia  
Diplomado en Estudios Avanzados en Economía

---

<sup>112</sup> Paul de Grauwe: *op. cit.*, pp. 153-6.

<sup>113</sup> <<http://www.levante-emv.com/españa/2012/12/30/rubalcaba-pide-cumbre-europea-afrontar-crisis/963480.html>>