



Revista de Fomento Social, 59 (2004), 773-799

La Unión y la política monetarias en la “nueva Europa”

— *M^a del Carmen LÓPEZ MARTÍN y Adolfo RODERO FRANGANILLO*¹ —

(PALABRAS CLAVE: *UNIÓN MONETARIA; POLÍTICA MONETARIA; CONSTITUCIÓN EUROPEA; EURO.*
KEY WORDS: *MONETARY UNION; MONETARY POLICY; EUROPEAN CONSTITUTION; EURO*)

1. Introducción

Recientemente se ha producido una ampliación de la Unión Europea (UE) con la incorporación de diez nuevos estados miembros, lo que eleva el número de países miembros de la Unión a 25. Por otra parte, también hace poco tiempo (el 29 de octubre de 2004) se realizó la firma de la denominada *Constitución Europea* por parte de los Jefes de Estado o de Gobierno de los 25 países de la UE; actualmente nos encontramos en el proceso de aprobación por parte de todos estos países de dicha Constitución. Estos dos hechos tienen sin duda una gran trascendencia y van a determinar en gran medida

¹ Facultad de CC. EE. y Empresariales – ETEA, adscrita a la Universidad de Córdoba.

los acontecimientos que se producirán en la UE en los próximos años, por ello nos planteamos en este artículo en qué medida se ven afectados por los mismos dos facetas importantes de la Unión, como son la Unión Monetaria y la política monetaria, las cuales, como es sabido, mantienen una estrecha relación entre sí.

Para conocer esta cuestión, analizamos en cada uno de estos dos temas los antecedentes más importantes, su situación actual y cuál es su tratamiento en la Constitución Europea; igualmente, realizamos algunas referencias a la experiencia en estos últimos años y a la realidad de los nuevos países miembros de la UE, para finalizar con una reflexión acerca de cuál puede ser su evolución futura.

2. La Unión Monetaria (UM)

La existencia de la UM data del año 1999, si bien, como es sabido, la circulación de los billetes y monedas en euros (quizás su aspecto más "visible") comenzó el 1 de enero de 2002. Previamente, se había determinado cuáles eran los países de la UE que formarían parte de la UM y cuáles serían los nuevos organismos que surgirían de la misma y sus principales mecanismos de funcionamiento.

2.1. El Sistema Monetario Europeo (SME)

Tiene un cierto interés conocer el SME como antecedente de la UM, dada su existencia actual aunque sea con otra denominación. Por tanto, exponemos, aunque sea de breve forma, las características del SME. Era un sistema de tipo de cambio fijo pero ajustable, tal como el Sistema Monetario Internacional que funcionó desde la posguerra hasta 1971. En él participaron todas las monedas de la Comunidad Económica Europea excepto la dracma griega. Las monedas mantenían una relación fija con el ECU (moneda cesta de las divisas participantes en el Sistema) y, por tanto, había también una relación fija entre las propias monedas.

La existencia de una relación fija no impedía el funcionamiento de un mercado libre de cada unidad monetaria. Para hacer compatible un tipo de cambio fijo con un mercado libre, los bancos centrales se comprometían a comprar o vender divisas a unos precios que coincidían con los límites de una banda de fluctuación alrededor de la paridad. Dentro de esta banda las

cotizaciones de mercado podían oscilar sin provocar intervenciones de los bancos centrales. La banda era de $\pm 2,25\%$ en general y de $\pm 6\%$ para la peseta, el escudo y la libra esterlina que se habían incorporado más tarde al SME. Las intervenciones se produjeron en general antes de que las cotizaciones alcanzaran los límites, aunque en algunos casos puntuales los sobrepasaron. Por otra parte, existían varios fondos europeos para financiar en parte las operaciones de los bancos centrales.

El SME sufrió varias situaciones críticas que obligaron a realinear los cambios, de aquí su consideración de ajustable, a pesar de que se pretendió que los cambios fueran irreversibles. Las situaciones más graves se alcanzaron en 1992 motivadas por unas muy elevadas operaciones especulativas contra las monedas consideradas *débiles* del Sistema (la peseta, el escudo, la libra irlandesa, la lira, etc.), que llevaron a la apreciación continuada del marco alemán. En esos momentos, las decisiones fueron en dos sentidos: realineaciones de las paridades y ampliación de la banda hasta el $\pm 15\%$, en 1993. A partir de entonces, el SME no sufrió nuevas tensiones, manteniéndose los mercados dentro de los nuevos límites. Poco antes del inicio de la UM, la dracma griega se incorporó al Sistema.

2.2. La Unión Monetaria

Mantiene la teoría que la creación de un área monetaria exige que entre los territorios que la van a formar se cumplan las siguientes condiciones: a) movilidad de los factores de producción; b) diversificación sectorial del producto nacional de cada país o región y de sus exportaciones; c) homogeneidad del marco de la política económica y del comportamiento de los consumidores. En el caso del área del euro, se puede afirmar que en líneas generales se han cumplido estas condiciones.

Es obvio que una unión monetaria no es un sistema de tipo de cambio fijo ya que las monedas que se incorporan desaparecen para ser sustituidas por la moneda única. Dejan de existir los mercados de dichas monedas y por consiguiente las cotizaciones de cada una de ellas.

El inicio de la UM siguió los siguientes pasos:

- Cumplimiento de las condiciones de convergencia en cada uno de los estados participantes². Hay que tener en cuenta que la comprobación

² Las condiciones de convergencia establecidas fueron: a) saldo de la deuda pública en circu-

de su cumplimiento fue bastante "tolerante"; especialmente la última condición exigía que las monedas mantuviesen la banda estrecha del SME ($\pm 2,25\%$), pero se aceptó que esta condición se sustituyera por la banda "superancha" del $\pm 15\%$.

- Creación del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Banco Central Europeo (BCE), que se comenta en un apartado posterior.
- Creación del euro en 1999; el euro sustituye al ECU; lógicamente, ya no podía ser una moneda ceca y además, con el cambio de nombre se quiso subrayar que se estaba creando una nueva moneda.
- Fijación de las tasas de conversión de las monedas incorporadas; a la peseta en concreto se le asignó una relación de 1 euro = 166,386 ptas.
- A partir de 1999, comenzaron las operaciones en euros en los siguientes mercados: interbancarios, monetarios y de capitales; emisión de deuda pública también en euros; operaciones bancarias en moneda nacional y en euros.
- Política monetaria única en el área del euro.
- Introducción de monedas y billetes en euros en enero de 2002; Grecia se incorporó finalmente a la UM, con lo cual el área del euro se creó con doce países.

La creación de la UM fue un acontecimiento casi inédito en la historia económica; ha habido casos de cambios de monedas (por ejemplo, el llamado "franco fuerte" en Francia) que no han tenido, sin embargo, la amplitud de la UM. Por otra parte, conviene recordar que la sustitución de monedas por el euro fue todo un éxito; en ninguno de los países se sufrieron problemas relevantes.

Los efectos principales de la UM, como en general de una moneda única, han sido los siguientes:

- Eliminación del riesgo de cambio.

lación inferior al 60% del PIB nacional; b) déficit público inferior al 3% del PIB nacional; c) el índice de precios no debía superar la media de los índices de precios de los tres países con menor inflación más 1,5 puntos; d) los tipos de interés a largo plazo no debían superar en dos puntos la media de los tipos de los tres mejores países según el criterio de inflación; e) permanencia de la moneda durante los dos últimos años en el SME dentro de la banda de fluctuación del $\pm 2,25\%$.

- Consolidación de mercados financieros de ámbito europeo (área del euro).
- Convergencia de los tipos de interés.
- Reducción de las diferencias de precios y salarios.³
- Desaparición de las políticas monetarias de los estados.
- Pérdida de autonomía de la política financiera.
- Pérdida del tipo de cambio (cotizaciones) como instrumento de política económica de los distintos estados.

Los efectos para las empresas del eurogrupo han sido también notables:

- Desaparición de los costes del cambio de moneda en el momento de la introducción del euro.
- Beneficios en relación con las operaciones exteriores con los países del área del euro: eliminación del riesgo de cambio y otros costes asociados al cambio de moneda.
- Efectos favorables, en principio, sobre la financiación empresarial.
- Ampliación del área comercial.
- Facilidades a la deslocalización, fenómeno sin embargo poco frecuente dentro del área.

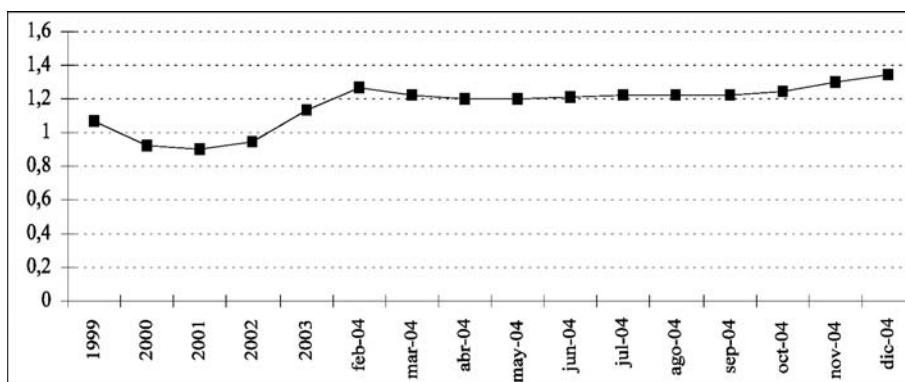
Se ha planteado a veces si la UM era necesaria en Europa. Existen opiniones que mantienen que una moneda única no es indispensable para una unidad económica, aunque sí conveniente. Dado que la unión económica no se ha alcanzado en la UE, se podría haber esperado para establecer una UM. Pero sus resultados han sido positivos y, paradójicamente, constituyen un punto de partida poderoso para avanzar en el proceso de la unidad económica. En resumen, la UM no era indispensable pero se puede valorar como una política exitosa.

³ Un reciente estudio de un instituto sueco, Pricerunner, muestra unas diferencias notables entre los niveles de precios en la eurozona: Finlandia aparece con un 12% por encima de la media, mientras que Alemania está por debajo de la media en un 6%; el resto de los países se sitúa entre estos dos extremos. Esto nos sugiere que la tendencia a la igualación de los precios no se ha cumplido en la UM.

2.3. El euro en los mercados

- El euro sigue un sistema de flotación libre con relación al dólar, la libra esterlina etc. Ello no impide que puedan realizarse algunas intervenciones en los mercados, para influir, en alguna medida, sobre su cotización.
- Existen un número elevado de países que vinculan su moneda al euro, por acuerdos con la UE o por decisiones unilaterales (Benín, Costa de Marfil, Congo, Comores, etc.).
- Diariamente, el BCE publica la cotización del euro con relación a 17 monedas (a las 2,25 pm.), obtenidas a partir de la información proporcionada por los bancos centrales y de otras instituciones financieras. Se trata de una cotización única, en la que el euro se toma como unidad.

GRÁFICO nº 1
Tipos de cambio del dólar estadounidense (dólares por euro)



Fuente: Banco de España (2004), Boletín estadístico

El gráfico nº 1 muestra la evolución de la cotización del dólar (un comportamiento similar al que aparece en el mencionado gráfico se produce con las principales monedas –yen y libra–). De su observación se desprende una pregunta: ¿por qué se ha fortalecido el euro durante los tres últimos años? Conviene recordar que el dólar USA ha tenido un papel peculiar en los mer-

cados internacionales: a) es la principal moneda de reserva⁴; y b) mercados importantes de materias primas (crudos petrolíferos, etc.) utilizan el dólar como moneda de cambio.

Estas características permiten que un déficit exterior de Estados Unidos (EEUU) se pueda financiar sin problemas a través de las entradas de capitales de otros países. Precisamente esto ha permitido la situación de la balanza comercial de Estados Unidos en los últimos años. Sin embargo, el crecimiento del déficit ha terminado por afectar negativamente a la cotización de la moneda americana. De aquí que se pueda afirmar que la subida de euro es una consecuencia de la bajada del dólar; dado que algunos países, especialmente China, ha impedido un ajuste de sus monedas, la carga del equilibrio en los mercados de divisas ha recaído en el euro y en alguna otra divisa, tal como la libra esterlina. En todo caso, una situación más equilibrada del dólar y el euro exige una reducción del déficit estadounidense originado por una mayor disciplina de su economía (recordemos también el elevado déficit público existente); no basta con las variaciones que se vienen experimentando en los mercados de divisas para reducir el desequilibrio de las cuentas exteriores de EEUU.

Una segunda causa de la subida del euro ha sido la diferencia a favor de la eurozona de los tipos de interés en estos dos grandes espacios. Esto no es, sin embargo, la causa principal, como lo demuestra que la reciente igualación de las tasas de interés oficiales del BCE y de la Reserva Federal no ha determinado de forma inmediata un freno a la elevación del precio del euro⁵. Posteriormente se han observado algunos cambios de las cotizaciones que pueden haber sido ocasionados por la variación de los tipos de interés, por lo que podemos decir que la relación no se manifiesta de forma clara.

Veamos los principales efectos del comportamiento del euro:

— Es una muestra de su fortaleza; ello no es un simple fenómeno “social” o “psicológico” ya que también tiene consecuencias prácticas: a) incorporación del euro a las reservas exteriores (recuérdese la reciente

⁴ En este sentido, existe un elemento de *confianza* en esta moneda, que provoca que en determinadas circunstancias y en algunos países circulen indistintamente la moneda nacional y el dólar, lo que sin duda refuerza el papel central del dólar en la economía internacional.

⁵ En el momento de cerrar la redacción de este artículo, la Reserva Federal había aumentado de nuevo su tipo de interés de intervención, con lo que los tipos oficiales son ahora en Estados Unidos superiores a los de la Unión Monetaria.

política de Rusia y de los países de la OPEP en esta línea); b) utilización como instrumento de cambio en algunos países europeos e incluso latinoamericanos.

- Perjudica las exportaciones de la eurozona a terceros países; efectivamente, ya han empezado a aparecer estos efectos negativos en las ventas exteriores de los países del euro.
- Abarata las importaciones de terceros países; en este sentido, la subida de los precios de los crudos ha sido menos gravosa para la eurozona.
- Como consecuencia de los aspectos comentados en los dos puntos anteriores, se produce un efecto antiinflacionista, lo que permite que la política monetaria del BCE sea menos restrictiva.
- Si la caída del dólar fuese muy profunda, ello podría provocar efectos recesivos sobre la economía de EEUU; parece sin embargo, que las variaciones no serán tan fuertes.

2.4. Aspectos relacionados con la moneda única de la última ampliación de la UE

Los diez nuevos países tienen los siguientes mecanismos de cambio:

- República Checa: flotación dirigida; referencia al euro.
- Chipre: paridad fija con el euro.
- Eslovaquia: flotación dirigida; referencia al euro.
- Eslovenia: flotación dirigida; referencia al euro.
- Estonia: "currency board"; paridad fija con el euro.
- Hungría: banda de fluctuación; paridad fija con un cesta de monedas (70% el euro).
- Letonia: paridad fija con los Derechos Especiales de Giro.
- Lituania: "currency board"; paridad fija con el euro.
- Malta: paridad fija con una cesta de monedas (56,8% euro).
- Polonia: banda de fluctuación, paridad fija con una cesta de monedas (55% euro).

A partir de la relación anterior se observan los siguientes aspectos:

- El tipo de cambio no es idéntico; en unos casos se sigue un sistema variable y en otros un tipo de cambio fijo.
- En todos los casos aparece una relación con el euro (recordemos que los Derechos Especiales de Giro –DEG– son una moneda cesta que incluye también al euro).
- Hay dos países que mantienen un “currency board”: Estonia y Lituania; esto significa que tienen una “agencia monetaria” en la que se pueden cambiar sus monedas por euros a la paridad oficial.

En general, estos países pretendían incorporarse al euro de forma inmediata. Sin embargo, para ello es preciso que cumplan las siguientes condiciones:

- Ser miembros de la UE al menos durante dos años.
- Cumplir los criterios de convergencia (R. Checa, Hungría, Malta y Polonia están muy lejos del límite al déficit público; Eslovenia, Hungría, Estonia y Eslovaquia tienen una tasa de inflación muy superior a la condición; antes de la adhesión ningún país podía pertenecer al Mecanismo de Cambio II (MTC II)).

La Comisión Europea opina que no se debe acelerar su incorporación al euro, ya que ello podría debilitar la moneda europea. Las condiciones anteriores nos llevan ya al segundo semestre de 2006, aunque el examen de las condiciones de convergencia no será probable antes de 2007.⁶

2.5. El Mecanismo de Tipo de Cambio II (MTCII)

Este sistema sustituyó en 1999 al SME y tiene un esquema equivalente:

- Existe un tipo central con relación al euro y una banda de fluctuación de $\pm 15\%$.
- Las monedas del MTCII se cotizan en términos de 1 €.

⁶ J. P. BÉGUELIN, en un reciente artículo (“El difícil paso al euro de los nuevos socios de la UE”) publicado en *Cinco Días* (14-12-2004) mantiene que Eslovenia, Malta y Polonia tienen monedas correctamente valoradas; los tres estados bálticos, Hungría, República Checa, Eslovaquia y Chipre tienen divisas sobrevaloradas, aunque no es seguro que sea precisa la modificación de su tasa de cambio al incorporarse a la UM. Por otra parte, afirma que Eslovenia se podría incorporar a la UM de forma inmediata, los países bálticos en 2007, Hungría, República Checa, Eslovaquia y Chipre en 2008 o 2009 y, finalmente, Malta y Polonia no antes de 2010.

- Existe una intervención ilimitada (de compraventa de divisas) en los límites de la banda.
- Las intervenciones se realizan por el BCE, los bancos centrales de la eurozona y de los países que no participan en el euro.
- Para financiar la intervención existe un fondo de financiación a muy corto plazo.

Inicialmente, las únicas monedas del MTCII eran la dracma griega (que se incorporó al euro) y la corona danesa; las autoridades de esta última redujeron la banda a $\pm 2,25\%$, banda estrecha. La corona sueca y la libra esterlina no participan en el mecanismo. El 27-6-2004, el BCE y las autoridades de Dinamarca, Estonia, Lituania y Eslovenia acordaron que la corona estonia, la lita lituana y el tólar esloveno se incorporarían el 28 de junio al MTCII (uniéndose así a la corona danesa); igualmente se fijaron los siguientes tipos centrales para estas monedas:

1€ = 7,6 coronas danesas	1€ = 3,45 litas lituanas
1€ = 15,64 coronas estonias	1€ = 239,64 tólares eslovenos

El acuerdo de incorporación de las tres monedas indicadas contiene unos compromisos de los tres países respectivos en los siguientes términos:

- Políticas presupuestarias saneadas.
- Reducción del déficit corriente.
- Proceso de convergencia.
- Contención del crédito interno.
- Supervisión financiera.
- Moderación salarial.
- Futuras reformas estructurales.

Se trata de condiciones que exigen una fuerte disciplina y unas reformas que, al menos, son tan profundas como las que exige el Fondo Monetario Internacional para los países beneficiarios de sus ayudas. Quizás el modelo económico de la UE, la economía social de mercado, pueda verse amenazado por este tipo de decisiones políticas.

Desde su incorporación al MTCII, las corona estonia y la lita lituana se han mantenido en el tipo central; el tólar esloveno se ha depreciado ligeramente respecto al euro (no ha llegado al 0,2%), dentro de la banda de fluctuación.

2.6. *La Unión Monetaria en la Constitución Europea*

La CE prevé pocos cambios sobre la UM (y sobre la política monetaria). En este sentido se ha afirmado que la “constitución monetaria” se incorpora casi sin cambios a la CE. Las principales novedades, de mediano calado, son las siguientes:

- Lo más relevante es la inclusión del BCE en “Otras instituciones de la Unión”. Esto significa que el Banco es una institución distinta de los órganos comunitarios, con personalidad jurídica propia. Como se ha indicado anteriormente, se mantiene la autonomía del BCE, como sucede en la mayor parte de los bancos centrales.
- La elección de los miembros del Comité Ejecutivo del BCE se realizará por mayoría cualificada y no por unanimidad como actualmente.
- Las normas del BCE pasarán a ser reglamentos o decisiones europeas.
- Se prevé una norma sobre el euro que le dará una base legal única.
- En el caso de reforma de la CE, el Consejo Europeo deberá pedir opinión al BCE sobre los cambios de los temas monetarios.
- Se establece que el Consejo, con la participación exclusiva de los Estados del euro podrá tomar decisiones para reforzar la coordinación de sus políticas presupuestarias y económicas en general. En este sentido, se podrá iniciar entre estos países una “cooperación reforzada”.
- La incorporación de una moneda al euro exigirá una opinión favorable de los países del euro que reúnan al menos tres quintas partes de la población de la eurozona, previa a la decisión del Consejo.
- El derecho de voto de los países acogidos a una excepción (nos referimos al Reino Unido y a Dinamarca) se suspenderá en las votaciones relacionadas con la eurozona (déficit excesivo...). En la misma línea, los acuerdos sobre temas relacionados con las instituciones financieras internacionales no serán aplicables a los estados acogidos a la excepción.

- Se introducen dos expresiones que no figuraban en los tratados:
 - El Eurosistema, formado por el BCE y los bancos centrales de los estados del euro.
 - El Eurogrupo, que se compone de los ministros de economía y finanzas de los estados de la eurozona.
- Sobre el Pacto de estabilidad⁷ no aparecen cambios en la CE, que remite en gran parte a las propuestas de la Comisión. Es importante indicar que el Pacto aparece en un anexo de la CE y que no será legalmente vinculante.

2.7. *El futuro de la Unión Monetaria*

El futuro de la UE está muy condicionado por la aprobación (o no aprobación) de la CE. El rechazo en algún o algunos Estados crearía una crisis cuya solución no está predeterminada en la propia Constitución. Es probable que en ese supuesto se llegue a un acuerdo. La UM es un aspecto particular de la UE, su futuro depende del de la Unión.

Lo normal es que la UM no tenga vuelta atrás. El euro tiene un papel importante en las finanzas internacionales y probablemente se fortalecerá en el futuro. ¿Se incorporarán otras monedas al euro? Actualmente, no hay expectativas de que el Reino Unido acepte incorporar la libra esterlina al euro.⁸ Si se alcanzara un acuerdo, el euro tendría mayor relevancia y quizás arrastraría a las coronas sueca y danesa. Los diez nuevos miembros no pue-

⁷ Recordemos que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento tiene su origen en una propuesta del ministro de finanzas alemán en vísperas del Consejo Europeo de Madrid, en noviembre de 1995. Su objetivo fundamental es garantizar la disciplina presupuestaria de los países que accedan a la tercera fase de la UEM, de manera que se mantenga el compromiso de reducción del déficit público recogido en los criterios de convergencia. El elemento esencial del Pacto de Estabilidad y Crecimiento consiste en el compromiso de los países de mantener a corto plazo un déficit público por debajo del 3% del PIB al equilibrio o con superávit y un saldo de deuda pública inferior al 60% del PIB (aunque en la práctica este último compromiso no se está teniendo en cuenta). No obstante, hay que tener presente que este compromiso está actualmente en "entredicho", tras los recientes incumplimientos del mismo por parte de algunos países importantes de la UM.

⁸ No obstante, esta es una cuestión polémica en Gran Bretaña, donde el debate sobre la conveniencia de la incorporación al euro aún permanece abierto (al respecto, el primer ministro británico, Tony Blair, se ha manifestado a favor de la entrada en la UM).

den incorporar sus monedas antes de 2007, recordemos que actualmente sólo cuatro monedas participan en el MTCII. En algunos medios próximos a la Comisión Europea se indica una fecha –2010– como el momento adecuado para su participación en la moneda única.

Desde un punto de vista más coyuntural, se pueden hacer previsiones sobre la cotización del euro. Como ya se ha indicado, la subida del euro es la otra cara de la debilidad del dólar, por lo que depende en gran medida del comportamiento de éste. En reuniones recientes de los foros económicos internacionales, ha quedado claro que las autoridades norteamericanas no quieren una concertación de políticas para intervenir en los mercados de divisas y que prefieren un acercamiento gradual al equilibrio exterior; en la coyuntura actual, esto no deja de ser un deseo “piadoso”, por lo que cabe esperar que el dólar siga debilitándose y el euro apreciándose, aunque no son probables cambios profundos. También la política de estabilidad puede influir sobre su cotización, pero no creemos que ello vaya a alterar las tendencias de fondo.

3. La política monetaria

Como es sabido, la política monetaria es una actividad de algún organismo público que consiste en el manejo de sus recursos líquidos, o del tipo de interés (normalmente a corto plazo) o, lo que es menos frecuente, de sus reservas exteriores para controlar la inflación o el tipo de cambio, y de forma accesoria, para influir sobre las variables reales. En los años recientes este organismo ha sido, casi siempre, el banco central, en nuestro caso el Banco de España.⁹

3.1. La política monetaria del Banco de España: breve resumen

No es éste el lugar para hacer una historia de la política monetaria en España, ni siquiera del papel que ha jugado el Banco de España en esta política; lo que nos interesa es la actuación del Banco previamente a la Unión Monetaria (UM).

⁹ Realizamos a continuación una breve descripción de la política monetaria que llevaba a cabo el Banco de España para compararla con la seguida en la actualidad por el BCE. Sin embargo, por razones de espacio, no entramos en la descripción de las características de la política monetaria de los 10 países que se han incorporado recientemente a la UE.

Sí conviene aludir a que una política monetaria en sentido estricto no existió hasta 1973. Desde ese año, se fijó como objetivo la estabilidad de precios; más adelante, en 1989, la incorporación de la peseta al Sistema Monetario Europeo (SME), obligó a cumplir el compromiso de mantener una relación de la peseta con el ECU que tuvo también una relevante influencia sobre la política monetaria a partir de esa fecha.

En este sentido, el año 1994 fue muy importante, ya que en dicho año se aprueba la Ley de autonomía del Banco de España, para adaptarse a los compromisos del Tratado de la Unión Europea. Ello implica que la definición de la política monetaria correspondía al Banco, el cual emprendía estas acciones con plena autonomía, sin que el gobierno pudiese participar o influir en estas decisiones.

En el periodo 1995–1998 el objetivo último de la política monetaria española era la estabilidad de precios, lo que implicaba la definición de un objetivo de variación de precios a medio plazo; por otra parte, se fijaba un segundo objetivo que consistía en el cumplimiento del compromiso cambiario dada la participación de la peseta en el SME.

Hasta 1995, además de lo anterior, se establecía también un objetivo intermedio, cuya concreción se refería a una tasa de crecimiento de una variable representativa de la cantidad de dinero (la “oferta monetaria” y los “activos líquidos en manos del público”), ya que se presuponía una relación entre el comportamiento de estas variables y el del nivel de precios. Dado que esta relación era muy compleja, se fue dando mayor protagonismo a las propias variaciones en los niveles de precios, a las expectativas de inflación y a la evolución de otras variables macroeconómicas hasta que, en el citado 1995, se abandonó el establecimiento explícito de este objetivo intermedio.

En cuanto a los instrumentos utilizados para alcanzar los objetivos, durante el periodo citado (1995–98), fueron los siguientes:

- 1º Las operaciones de compraventa temporales y las simultáneas de certificados del Banco de España o de deuda pública realizadas entre el Banco y las entidades de crédito; estas intervenciones daban lugar a una inyección de liquidez en las citadas entidades de crédito o con menor frecuencia un drenaje de liquidez; la forma concreta de actuar consistía en subastas decenales en las que se fijaba un tipo de interés mínimo, es decir, el “tipo de interés de intervención del Banco de España”; en esta actuación en el mercado abierto primaba, por tanto, el

tipo de interés, aunque de forma más puntual el Banco se fijara también un objetivo de cantidad de liquidez.

2º Operaciones diarias de mercado abierto, para cuyo fin se establecía una banda de fluctuación para el tipo de interés de los depósitos a un día en el mercado interbancario; los objetivos de esta política eran el control del tipo de interés y el suministro de liquidez a las entidades.

3º El apoyo en última instancia, que tenía un carácter excepcional y que consistía en la concesión de préstamos a las entidades de crédito a un tipo de interés penalizador.

Teóricamente existía también otro instrumento monetario: el coeficiente de caja de las entidades de crédito, que sin embargo durante este periodo permaneció invariable.

Puesto que en 1998 se crea el Banco Central Europeo (BCE) y en 1999 la política monetaria pasa a constituir una función del BCE, tratamos a continuación esta nueva institución y las características de esta política en el marco comunitario.

3.2. *El Banco Central Europeo*

El Tratado de la Unión (más conocido como Tratado de Maastricht) establece que el diseño y la ejecución del política monetaria de los países que forman el área del euro se realizará por el Banco Central Europeo (BCE) y por los bancos centrales de dichos países. También se establece en el Tratado que el BCE será la institución central y de gobierno del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC); además el SEBC estará regido por los órganos rectores del BCE¹⁰. En la práctica, esta coexistencia de dos instituciones se ha resuelto dándole todo el protagonismo al BCE, mientras que el SEBC es ignorado por la ciudadanía.

Los órganos rectores del BCE son los siguientes:

- El Consejo de Gobierno, del que forman parte los miembros de Comité Ejecutivo y los gobernadores de los bancos centrales de los países del área del euro. Sus funciones incluyen el diseño, la formulación y la orientación de la política monetaria.

¹⁰ El Sistema Europeo de Bancos Centrales está formado por todos los bancos centrales nacionales de los países que forman parte de la Unión Europea (actualmente 25) junto con el Banco Central Europeo.

- El Comité Ejecutivo está formado por el Presidente, el Vicepresidente (que lo son también del Consejo de Gobierno) y cuatro vocales, todos ellos nombrados por los gobiernos de los países del euro. Sus competencias alcanzan la ejecución de la política monetaria y la gestión habitual del BCE.
- El Consejo General está constituido por el Presidente y el Vicepresidente del Comité Ejecutivo y los gobernadores de los bancos centrales de todos los países de la UE. De carácter transitorio, tiene como fin que los países ajenos al euro puedan acceder a la Unión Monetaria cuando proceda.

También es importante recordar cuáles son las funciones del BCE: a) la principal es mantener la estabilidad de precios, para lo cual debe definir y ejecutar la política monetaria; b) aunque la política cambiaria permanece en manos de los gobiernos (y el Consejo europeo), las operaciones con divisas, en el marco de dicha política, serán realizadas por el BCE; c) también debe apoyar las políticas económicas de la Unión, aunque ello nunca debe ser incompatible con la estabilidad de precios; d) tiene otras funciones de carácter monetario, que pudiéramos, en cierto modo, considerar secundarias: sistemas de pago, políticas de supervisión, etc.; e) finalmente, tiene también la competencia de informar sobre las políticas comunitarias relacionadas con estas funciones, especialmente en cuanto a la política cambiaria.

3.3. La política monetaria del Banco Central Europeo

El órgano encargado del diseño y ejecución de la política monetaria en la Comunidad es el SEBC. Al SEBC (como al BCE) se le asigna como objetivo principal de su política el mantenimiento de la estabilidad de precios, objetivo que se convierte de esta forma también en el fin primordial de la política monetaria única¹¹. Para cumplir con este objetivo general, al SEBC y a su institución central, el BCE, se les encargan unas tareas básicas en cuyo cumplimiento gozan de total autonomía e independencia con respecto de los gobiernos u otras instituciones nacionales y de la UE. En concreto, el Eurosistema (que comprende el BCE y los bancos centrales nacionales de los doce estados miembros que han adoptado el euro) es quien ha asumido la tarea de dirigir la política monetaria única del área del euro.

¹¹ Sin perjuicio de este objetivo principal, y siempre que sean compatibles con el mismo, el SEBC debe apoyar otras políticas económicas de la UE.

El Consejo de gobierno del BCE es el responsable de la formulación de la política monetaria y el Comité ejecutivo es el órgano encargado de su instrumentación; además, en su ejecución, el Tratado de la UE indica que el BCE acudirá en lo posible a los bancos centrales nacionales para realizar las operaciones que correspondan a las funciones del SEBC. Así, en la práctica, la política monetaria se ha llevado a cabo de la siguiente forma: los órganos de gobierno del BCE adoptan las decisiones estratégicas de la política monetaria única, mientras que la ejecución se realiza de forma descentralizada a través de los bancos centrales nacionales, siguiendo las directrices establecidas por el BCE.

La estrategia que guía la política monetaria está orientada hacia la estabilidad y se basa en tres elementos fundamentales: una definición cuantitativa del objetivo prioritario (la estabilidad de precios¹²) y dos pilares para alcanzar dicho objetivo: un papel destacado para la cantidad de dinero (que se manifiesta en el anuncio de un valor de referencia cuantitativo de la tasa de crecimiento de un agregado monetario amplio¹³) y una evaluación de las previsiones del comportamiento de los precios a través de la información proporcionada por un conjunto amplio de indicadores¹⁴.

El BCE, como el Banco de España en el pasado, actúa sobre la actividad económica influyendo sobre los tipos de interés a corto plazo ya que los movimientos de dichos tipos a corto se van a trasladar a los tipos a más largo plazo, que son los relevantes en las decisiones adoptadas por los agentes económicos en relación con sus niveles de consumo e inversión. En cuanto a los instrumentos, se han establecido tres tipos: las operaciones de mercado abierto, las facilidades permanentes de crédito y de depósito y

¹² En concreto, el Consejo de Gobierno del BCE ha definido la estabilidad de precios como *un incremento interanual por debajo del 2% del índice armonizado de precios al consumo (IAPC) para el área del euro*. [BCE (1999,a), p.53].

¹³ Se sigue muy de cerca la evolución de M3 (disponibilidades líquidas), que es el agregado monetario que comprende no sólo la circulación fiduciaria y las distintas modalidades de depósitos, sino también los valores de renta fija emitidos por las instituciones financieras y las participaciones de fondos del mercado monetario. El valor de referencia establecido para el crecimiento de este agregado se ha fijado en el 4,5% anual, pero ello no implica que *mecánicamente* se corrijan las desviaciones con respecto a este valor que se produzcan a corto plazo.

¹⁴ Estos indicadores incluyen diversas variables que tienen propiedades como *indicadores adelantados* de la evolución futura de los precios, tales como: los salarios, el tipo de cambio, los precios de los valores de renta fija, los índices de precios y de costes, etc.

CUADRO 1. Operaciones de política monetaria del SEBC

Operaciones de política monetaria	Tipos de transacciones		Vencimiento	Frecuencia	Procedimientos
	Inyección de liquidez	Absorción de liquidez			
Operaciones de mercado abierto					
Operaciones principales de financiación	Operaciones temporales (repos)		Una semana	Semanal	Subastas estándar
Operaciones de financiación a más largo plazo	Operaciones temporales (repos)		Tres meses	Mensual	Subastas estándar
Operaciones de ajuste (<i>fine-tuning</i>)	-Operaciones temporales (repos) - <i>Swaps</i> de divisas	-Operaciones temporales (repos) - <i>Swaps</i> de divisas -Captación de depósitos a plazo fijo	No estandarizado	No regular	- Subastas rápidas - Procedimientos bilaterales
	Compras de valores en firme	Ventas de valores en firme		No regular	Procedimientos bilaterales
Operaciones estructurales	Operaciones temporales (repos)	Emisión de certificados de deuda	Estandarizado/ no estandarizado	Regular y no regular	Subastas estándar
	Compras de valores en firme	Ventas de valores en firme		No regular	Procedimientos bilaterales
Facilidades permanentes					
Facilidad marginal de crédito	Operaciones temporales (repos)		Un día	Acceso a discreción de las entidades de contrapartida	
Facilidad de depósito		Depósitos	Un día	Acceso a discreción de las entidades de contrapartida	
Coefficiente de caja				Mensual	Obligación de mantener unos saldos líquidos mínimos

Fuente: BCE (1998), p. 8.

el establecimiento de un coeficiente de caja sobre las entidades de crédito. Sus principales características se recogen de forma resumida en el cuadro 1 y su contenido se analiza brevemente a continuación, comparándolas con la situación que existía en España hasta 1999.

- Las operaciones de mercado abierto (esto es, las operaciones en las que el BCE compra o vende valores de forma temporal o en firme a las entidades financieras) constituyen el elemento esencial de la política de regulación de la liquidez. Entre ellas, las subastas celebradas semanalmente (*operaciones principales de financiación*) son las que permiten inyectar la mayor parte de la liquidez requerida por las instituciones, siendo el tipo de interés de estas subastas la señal más importante con la que el SEBC informa acerca del tono que desea mantener para la política monetaria¹⁵. Además, también realiza operaciones de financiación de forma regular con un vencimiento de tres meses (*operaciones de financiación a más largo plazo*), con el objetivo de proporcionar recursos adicionales al sistema financiero, aunque sólo representen una parte limitada de la financiación total concedida. A diferencia de los dos casos anteriores, las *operaciones de ajuste* no se ejecutan de acuerdo con un calendario regular, sino que se llevan a cabo cuando se considera necesario con el objetivo de gestionar la liquidez del mercado y controlar la evolución de los tipos de interés, sobre todo cuando éstos presentan fuertes oscilaciones. Finalmente, las *operaciones estructurales* tienen como finalidad modificar la posición estructural del SEBC frente al sistema financiero.
- Las operaciones de mercado abierto que se han descrito presentan algunas novedades con respecto a las practicadas en España antes de la entrada en vigor de la UM. Un primer cambio es que, aunque en nuestro país ya existían unas operaciones cuya misión fundamental era proporcionar a las entidades la liquidez que necesitaban así como indicar al mercado cuál era la orientación de la política monetaria, la periodicidad de estas operaciones varía: de realizarse cada decena, han pasado a ser semanales. Además de esto, las operaciones a más largo plazo no existían en España y las operaciones estructurales, si bien podían producirse, por lo general su instrumentación no estaba prevista en los mismos términos que ha diseñado el BCE. En cuanto a

¹⁵ Por lo tanto es un mecanismo en parte similar al existente en España mediante la subasta que cada decena celebraba el Banco de España.

las operaciones de ajuste, podrían asimilarse a las operaciones diarias efectuadas por el Banco de España con los creadores de mercado, pero el SEBC dispone de una mayor gama de instrumentos a su disposición. Además, mientras que el Banco de España efectuaba con mayor frecuencia estas operaciones, en la actualidad están pensadas para ser realizadas de forma esporádica pues su ejecución coordinada por los BCN presenta mayores dificultades.

- Las *facilidades permanentes* son las que suponen quizás el elemento más novedoso en España con relación a los instrumentos de política monetaria, pues no existían antes de 1999. Se trata de dos herramientas: la facilidad marginal de crédito (también denominado *préstamo lombardo*) y la facilidad de depósito, que tienen como objetivo proporcionar y absorber liquidez a un día (respectivamente), señalar la orientación general de la política monetaria y controlar los tipos de interés de mercado a un día. Mediante estas operaciones se establecen unos tipos de interés que definen un *pasillo* de tipos a muy corto plazo en los que los valores del *techo* y del *suelo* vienen determinados, respectivamente, por las tasas aplicadas en la facilidad marginal de crédito y la de depósito. Entre ambos se sitúa el tipo de las operaciones principales de financiación, con lo que de esta forma el BCE indica dónde desea que se sitúen los tipos a muy corto plazo.
- En el caso del coeficiente de caja, su adopción fue una de las decisiones más debatidas puesto que sobre este aspecto existían dos tradiciones muy diversas que dificultaban el compromiso. En esencia, este coeficiente es similar al que había establecido en España, aunque los elementos que lo constituyen sean diferentes. El BCE exige a las entidades de crédito el mantenimiento de depósitos obligatorios en cuentas en los bancos centrales nacionales. La cantidad de depósitos obligatorios que cada institución debe mantener es un porcentaje de su base de pasivos computables¹⁶, aunque el sistema de cumplimiento del coeficiente permite a las entidades hacer uso de un mecanismo de promediación¹⁷. Además, estos depósitos obligatorios que las enti-

¹⁶ Actualmente, algunos pasivos se gravan con un coeficiente del 2% y a otros se les aplica el 0%.

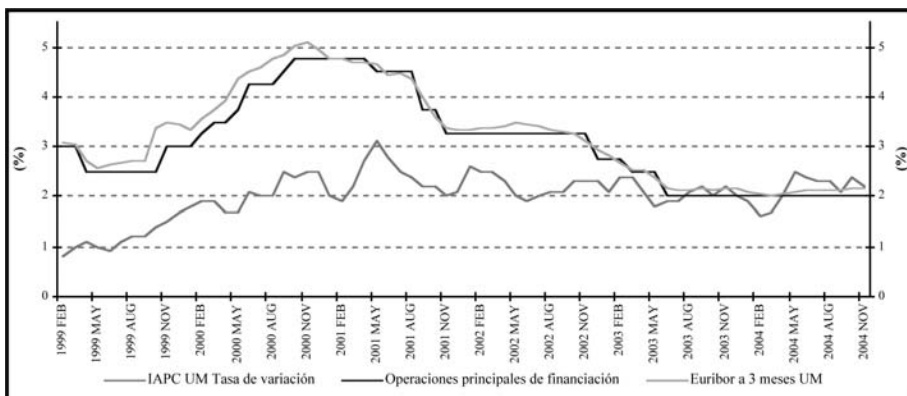
¹⁷ Es decir, el cumplimiento del coeficiente se determina sobre la media de los activos de caja registrados al final del día en las cuentas de las entidades durante un período de mantenimiento de un mes.

dades mantienen son remunerados. En el caso español, el coeficiente vigente, aunque sufrió distintas reformas, era distinto en algunos de sus aspectos técnicos: todos los pasivos se gravaban con el mismo coeficiente, el periodo de mantenimiento de los depósitos en el Banco de España (que no se remuneraban) era de diez días, los pasivos computables se calculaban también a lo largo de diez días, etc.

Como vemos, la ejecución de la política monetaria, a pesar de su complejidad, descansa sobre todo en las decisiones adoptadas semanalmente sobre el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, que son las que determinan el “tono” que el BCE va a adoptar, en el sentido de aplicar una política más restrictiva (subida de tipos) o de carácter más “relajado” (reducciones de tasas de interés). Por lo tanto, una forma de evaluar las actuaciones realizadas en estos últimos años es observar la evolución de estos tipos de interés en relación con el objetivo principal del BCE (la estabilidad de precios), tal y como se muestra en el gráfico nº 1.

GRÁFICO nº 2

Tasas de variación del Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC) de la UM, tipos de interés de las operaciones principales de financiación y Euribor a 3 meses en la UM (Datos en porcentaje)



Fuente: Banco de España (2004), Boletín estadístico.

Si se observa el gráfico 2 se aprecia que, tras unos primeros meses (hasta octubre de 1999) en los que el BCE redujo y posteriormente mantuvo los tipos

de interés, se inició una fase en la que la política monetaria mantuvo un tono restrictivo (subidas del tipo de intervención hasta el 4,75%) que duró hasta abril de 2001. Estos meses se caracterizaron por una tendencia alcista en la tasa de variación del IAPC y una cierta expansión de la actividad económica, la cual comenzó a moderarse en el verano de dicho año 2001. A partir de ese verano, especialmente tras el mes de septiembre, la desaceleración económica se hizo especialmente intensa, al tiempo que las variaciones del IAPC se moderaban, si bien, como se aprecia en el gráfico 1, sólo se han situado por debajo del valor de referencia (2%) en algunos meses puntuales. Esto ha determinado que el BCE haya ido reduciendo el tipo de interés de las operaciones principales de financiación hasta situarlo en el 2% actual que se mantiene hasta hoy desde junio de 2003.

Como valoración general, puede afirmarse que la política monetaria del Banco Central Europeo en estos últimos cinco años ha mantenido claramente como objetivo prácticamente único la estabilidad de los precios, adaptándose por tanto, a la definición establecida por la Unión Europea. Sólo en aquellos momentos en que la estabilidad estaba plenamente asegurada se atendió otro objetivo: el crecimiento de la actividad económica, colaborando de esta forma a la política económica comunitaria. Otras variables han sido aspectos a considerar que han completado la información, pero que no han afectado claramente a las decisiones del BCE: así, por ejemplo, el comportamiento de la economía real y sus expectativas han sido valoradas como elementos de estabilidad o inestabilidad de los precios y la cotización del euro no parece haber determinado en ningún momento una política de intervención del BCE, si bien su debilidad o fortaleza han preocupado al Banco, por sus efectos sobre la estabilidad de precios en general.

A pesar de lo que se acaba de indicar, la evolución descrita más arriba y los datos del gráfico 2, en el que se aprecia que en los últimos meses las tasas de variación del IAPC han llegado a superar en algunos casos el valor del tipo de interés de referencia, parecen mostrar que en los primeros meses de actividad del BCE, éste ejerció una actividad más intensa en el manejo de esta variable con el fin de enviar señales claras al mercado acerca de cuál era su forma de desempeñar la función que tenía encomendada. Más adelante, a partir de septiembre de 2001, se aprecia que la frecuencia en la toma de decisiones de modificación de los tipos de interés ha disminuido¹⁸,

¹⁸ Tengamos en cuenta que, como hemos indicado, desde junio de 2003 (más de 18 meses) el tipo de interés permanece en el 2%.

lo que podría ser indicativo de que, una vez “asentado” en su papel, han existido otros elementos que han condicionado, en cierta medida, la toma de decisiones por parte del BCE; igualmente, parece que se han ido realizando también las operaciones manejando en mayor medida las cantidades de recursos concedidas a las instituciones en función de la situación en cada momento, evitando de esta forma las variaciones de los tipos de interés oficiales. En este último sentido, hay que tener en cuenta la situación de la actividad económica en algunos de los países más fuertes dentro de la UM y las presiones existentes desde ciertos gobiernos de la UE, las decisiones adoptadas desde otros ámbitos (como la Reserva Federal), etc.¹⁹

3.4. El tratamiento de la política monetaria en la Constitución Europea (CE)

La CE mantiene la estructura y la normativa existente en relación con la política monetaria y con el BCE; hay sin embargo algunas modificaciones de interés, algunas de las cuales ya se han comentado en un apartado anterior.

El objetivo de la política monetaria lógicamente no ha variado: la estabilidad de precios. En este sentido, aparece una alusión importante: todas las políticas económicas de la Unión deben ir dirigidas al crecimiento no inflacionista; así la principal función del BCE queda reforzada, manteniendo un orden de prioridad: 1^º la política antiinflacionista; y 2^º el crecimiento. No puede exigirse al BCE que ponga en peligro la estabilidad de precios por motivos de crecimiento²⁰.

Se recoge de nuevo la necesidad de consulta al BCE sobre las decisiones que estén relacionadas con sus competencias; en este terreno el Banco podrá emitir dictámenes; se trata de competencias del BCE que ya aparecen en sus normas actuales.

En cuanto al Banco Central Europeo, se establece de nuevo que goza de personalidad jurídica propia. Como novedad se incluye dentro de “otras instituciones de la Unión”; se ha decidido mantener la autonomía del BCE

¹⁹ Actualmente, si se consideraran únicamente los datos de inflación podría ser aconsejable una subida de los tipos de interés (a pesar de ello, sobre la conveniencia de esta medida existen opiniones diversas entre los expertos); sin embargo, esta decisión aún no ha sido adoptada, lo que parece reafirmar (al menos en parte) lo que acabamos de indicar.

²⁰ Algunas opiniones recientes sobre la fijación de tipos de interés en función de la coyuntura económica general, resultan, por lo tanto, faltas de bases según este planteamiento.

y su independencia respecto a los órganos comunitarios y de los Estados miembros; este esquema va en la línea de eliminar la discrecionalidad de los gobiernos sobre la política económica, en este caso, la monetaria²¹.

Los órganos de gobierno del BCE, y por tanto, del SEBC, son los previstos en las normas anteriores, aunque, como ya dijimos, con una relevante modificación: la elección de los miembros del Comité ejecutivo se hace por mayoría cualificada y no por unanimidad, en línea con la orientación general de reducir los temas que requieren la unanimidad. La ampliación de la UE no determina un cambio en la composición del Banco, aunque participen más países en las elecciones, salvo en el Consejo General, al que se incorporan lógicamente nuevos miembros. El sistema de votación también permanece igual.

Otro aspecto a señalar es que las normas del BCE se clasifican como "reglamentos y decisiones europeas", para adecuarlas a la normalización de los instrumentos legislativos establecida en la CE.

Aparece también en la CE el término Eurosistema para referirse al BCE y a los bancos centrales de los países que participen en la Unión Monetaria, término que ya venía utilizándose en el pasado en términos coloquiales. En este sentido, hay que recordar que la política monetaria del BCE afecta únicamente al Eurosistema, manteniendo los restantes países su propia política monetaria; ello no representa ningún cambio respecto a la situación actual.

En resumen, continuidad en la CE del marco de la política monetaria, con pequeños cambios que sugieren la madurez alcanzada por el BCE.

3.5. Breve comentario sobre la política monetaria en el futuro

Hasta 2007 (o quizás 2010) no es previsible la incorporación de los nuevos Estados miembros al euro; quedan por tanto varios años para que la política monetaria de la UE se extienda a estos países. Por otra parte, sobre el caso del Reino Unido y de los dos países nórdicos: Suecia y Dinamarca, no

²¹ Los recientes Premios Nobel de Economía Prescott y Kydland han defendido este tipo de política, demostrando su valor frente a otros enfoques más tradicionales; otra cuestión distinta son las críticas de algunos grupos sobre el déficit "democrático" del BCE, al que se hace referencia más adelante.

hay expectativas claras en cuanto a su posible participación en la política monetaria y en el euro.

Durante este mismo período, es posible que entre en vigor la Constitución Europea, lo cual como se ha indicado en el apartado anterior dará lugar a algunas modificaciones de matiz sobre la composición y las votaciones del BCE; ello no afectará esencialmente a la política monetaria.

¿Es previsible alguna variación de la actual política monetaria?: a) entra en lo probable algún perfeccionamiento de la estrategia, adecuando los dos pilares a la realidad actual de la economía comunitaria; sin embargo, sería absolutamente contradictorio pretender una diversificación por países ya que la política monetaria por definición es única; b) a pesar del interés del BCE en dar una información completa de sus decisiones, es previsible que se adopten medidas para alcanzar una mayor transparencia, puesto que el contenido de la información es todavía mejorable; c) la maduración del Banco y la ampliación de su experiencia podría manifestarse en que las otras operaciones (aparte de las operaciones principales de financiación) se realicen con más frecuencia, aunque ello lógicamente depende también de las respuestas de las contrapartes: las instituciones financieras monetarias; d) la participación de las regiones en esta política es claramente inviable, la pretensión de crear algún banco regional con funciones equivalentes a las de bancos centrales no pensamos que tenga futuro.

Una última cuestión de gran importancia. Se critica el déficit “democrático” del BCE, existiendo fuertes presiones para reducir su autonomía. La realidad comparada nos indica que en los países desarrollados, los bancos centrales tienen este mismo nivel de autonomía e independencia respecto a los poderes públicos. La política monetaria sólo ha funcionado bien cuando se ha separado de los gobiernos; no parece que esto vaya a cambiar en el futuro. Tema distinto es la mayor o menor coordinación de la política monetaria con otras acciones públicas; en este sentido, hay diferencias, por ejemplo la Reserva Federal de los Estados Unidos tiene más en cuenta la situación de su economía que el BCE; es posible una matización en esta línea ya que son muchas las instituciones y personas que la apoyan.

4. Conclusiones

Como hemos visto a lo largo de este artículo, la política monetaria y la UM son dos facetas de la UM que, si bien se ven afectadas como consecuencia

de los dos acontecimientos recientes en la Unión Europea que señalamos al comienzo (la ampliación y la firma de la Constitución Europea), su situación actual no va a experimentar variaciones de gran importancia como consecuencia de los mismos.

En relación con la Unión Monetaria, si bien su futuro se encuentra ligado al de la UE, la situación actual no presenta tampoco novedades sustanciales, en el sentido de que sus principales características se mantienen en la Constitución y la presencia de nuevos estados miembros no supone inicialmente la ampliación de la misma, mientras no se cumplan los requisitos previstos para ello. La moneda única, como expresión "material" de la UM, está consolidando su posición en los mercados financieros internacionales y parece que se fortalecerá en el futuro; por otro lado, si bien en principio no era indispensable su existencia, no cabe duda de que la misma era conveniente y, con la experiencia acumulada, contribuye a avanzar hacia la unión económica y ha constituido un éxito, por lo que no es previsible que desaparezca o cambie, incluso en el caso de que se rechazase la CE.

Respecto a la política monetaria, en la actualidad el diseño y la ejecución de la misma corresponden al SEBC y al BCE, los cuales son los responsables de la misma para los países que forman parte de la Unión Monetaria. Estas entidades mantienen su independencia respecto de los gobiernos nacionales y de otros órganos de la UE, así como su autonomía en la toma de decisiones. Por otra parte, las principales características de la política monetaria que se viene llevando a cabo se reafirman en la CE, en particular la que hace referencia a su objetivo principal, que es la estabilidad de precios. Por lo tanto, no cabe afirmar que en el futuro se produzcan cambios relevantes: su función principal seguirá siendo el control de la inflación y, si bien parecen existir diferencias en cuanto a la situación de los distintos países de la eurozona, esto no alterará el carácter único de este tipo de política monetaria. Únicamente cabe prever algunos cambios de "matiz": mayor transparencia de las decisiones adoptadas, perfeccionamiento de la estrategia, mejoras en la instrumentación, etc. Finalmente, en cuanto a los países que actualmente no forman parte de la UM, especialmente en el caso de los nuevos estados miembros, su situación no se verá modificada sustancialmente hasta que no se incorporen a la UM, aunque no cabe duda de que sus respectivas políticas monetarias se verán influidas por las decisiones del BCE cada vez en mayor medida conforme avance su grado de integración en la UE.

5. Bibliografía

- BANCO CENTRAL EUROPEO, (1998), *La política monetaria única en la tercera etapa. Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC*, Traducción preliminar del Banco de España.
- (1999,a), “La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad”, *Boletín mensual*, enero, pp. 45–57.
- (1999,b), “El marco institucional del Sistema Europeo de Bancos Centrales”, *Boletín mensual*, julio, pp.59–67.
- (1999,c), “El marco operativo del Eurosistema: descripción y primera evaluación”, *Boletín mensual*, mayo, pp. 33–49.
- BANCO DE ESPAÑA, (1997), *La Unión Monetaria Europea. Cuestiones fundamentales*, Madrid, Ed. Banco de España.
- (2004), *La política monetaria en la zona del euro. Glosario*, Madrid, Ed. Banco de España.
- (2004), “Implicaciones del nuevo Tratado Constitucional para la Unión Económica y Monetaria. *Boletín económico del Banco de España*, septiembre, pp. 115–126.
- CUADRADO, J. R. y MANCHA, T., (1996), *España frente a la UEM*, Madrid, Ed. Civitas.
- GARCÍA DE PASO, J. I., (1997), “Balance de la política monetaria en la transición hacia la UME”, *Perspectivas del sistema financiero*, nº 57, pp. 25–31.
- GRAUWE, P. DE, (1994), *The Economics of Monetary Integration* (segunda edición), New York, Oxford University Press.
- RODERO, A., (1996), “La Unión Monetaria Europea: planteamientos teóricos y aspectos prácticos”, *Revista de Fomento Social*, nº 203, vol. 51, pp. 389–402.
- RODERO, A. y LÓPEZ, M. C., (1999), “La política monetaria en la Unión Monetaria Europea. Un enfoque espacial”, *Revista de Fomento Social*, nº 212, vol. 53, pp. 483–503.
- (2000), “La ejecución de la política monetaria por el Banco Central Europeo y sus efectos en diversos países”, *Revista de Fomento Social*, nº 219, vol. 55, pp. 365–390.
- SERVICIO DE ESTUDIOS DEL BANCO DE ESPAÑA, (1997), *La política monetaria y la inflación en España*, Madrid, Ed. Banco de España y Alianza editorial, 863 págs.