

PROGRAMACION MONETARIA DEL BUNDESBANK -CONCEPTO, EVIDENCIA EMPIRICA Y DESAFIOS DE LA INTEGRACION EUROPEA-

MATTHIAS ARZBACH *

I. INTRODUCCION

El marco alemán ha resultado ser, a la luz de una comparación con las otras divisas durante un período prolongado, una de las monedas más fuertes del mundo. En el régimen de tipos de cambio flotantes la firmeza del marco alemán se puso de manifiesto a través de una clara tendencia a la revaluación nominal frente a la divisa norteamericana.

El marco alemán también se ha impuesto en el Sistema Monetario Europeo (SME), convirtiéndose en el punto de referencia para la política monetaria europea y, con ello, en el ancla nominal del sistema. El marco alemán tampoco sufrió devaluaciones de carácter general respecto de los demás integrantes del sistema en ninguno de los realineamientos del SME; por el contrario, siguió consolidando con firmeza su posición de punto fijo del régimen.

Este balance exitoso se debe en buena medida a la política del Bundesbank, claramente orientada hacia la estabilidad. La *Ley sobre el Bundesbank* confiere al banco emisor la obligación de salvaguardar la moneda, velando por su estabilidad, de manera que los intereses coyunturales y de corto plazo deberán ser relegados a un segundo plano, para dar prioridad al objetivo de estabilidad a largo plazo.

El status legal y la política del Bundesbank, no en última instancia

* M. Arzbach es representante del Deutsche Bundesbank en Buenos Aires. Este trabajo refleja su opinión personal que no coincide necesariamente con la posición del Bundesbank.

por el balance positivo señalado al principio, han servido de modelo a un número considerable de otros bancos emisores. Sin embargo, el pasado reciente también ha significado un gran desafío para la política del Bundesbank. En efecto, ante las turbulencias producidas en el SME se vió obligado a actuar con suma flexibilidad, igual a la que aplicó frente a las perturbaciones temporarias en las relaciones entre las variables masa monetaria, tipo de interés y tasa de inflación en el contexto de la unificación alemana. A lo señalado se agregó el hecho de que el Tratado de Maastricht abriera nuevas perspectivas para la integración monetaria europea por un lado, y por el otro lado fijara nuevas condiciones para la política monetaria que rigen ya a partir del año 1994.

II. LINEAMIENTOS GENERALES DE LA POLITICA MONETARIA DEL BUNDESBANK

II.1 Fundamentos teóricos: relación entre masa monetaria y precios

La tarea primaria del Bundesbank es salvaguardar la moneda. Aunque este deber se refiere en primera instancia a la estabilidad interna de los precios, no deja de tener igualmente una implicancia «externa», ya que la moneda de un país con un índice de inflación bajo tiende, a la larga, a revaluarse respecto de las demás monedas y eso le permite cubrirse contra la inflación importada. A muy largo plazo, para decirlo con otras palabras, no puede desecharse la hipótesis de la paridad del poder adquisitivo en términos relativos para el marco alemán (*Deutsche Bundesbank 1993b*).

Para lograr esa estabilidad de los precios el Bundesbank sigue la política de una adecuada aunque más bien «escasa» dotación de dinero a la economía, ya que existe cada vez mayor coincidencia en que la inflación es, en resumidas cuentas, un fenómeno monetario: una inflación alta sólo puede persistir a través del tiempo si la masa monetaria rebasa claramente la dimensión adecuada, tomando el potencial de producción como punto de referencia.

Esta afirmación de carácter general puede ser corroborada para el caso de la República Federal de Alemania aplicando procedimientos estadístico-económicos relativamente simples; también una breve mirada al gráfico donde se compara la evolución de la masa monetaria con la infla-

ción en Alemania resultará igualmente muy esclarecedora (v. *cuadro 1*). Según los resultados obtenidos de una serie de tests, los precios siguen la evolución de la masa monetaria de una manera muy estrecha con rezagos cuyo promedio es de 10 trimestres (*Deutsche Bundesbank 1992*).

II.2. El concepto p^* («p asterisco»): el diferencial de precios como indicador del movimiento general de los precios

Un concepto con el cual se puede corroborar la casualidad clara entre el crecimiento monetario y la tasa de inflación constituye el concepto del p^* («p asterisco»).

Como punto de partida de las siguientes reflexiones se utiliza la llamada ecuación de cantidad (por detalles véase *Deutsche Bundesbank 1993b*). Según ella, el producto resultante de multiplicar el volumen de dinero por su velocidad de giro equivale al resultado de multiplicar el nivel de los precios por el volumen de transacciones, resultado que comúnmente se aproxima al producto nacional bruto, en términos reales. Partiendo de esta relación, los especialistas del Federal Reserve Board han desarrollado un indicador de la relación a largo plazo entre el volumen de dinero y el nivel de los precios, conocido bajo la denominación de p^* («p asterisco»).

El concepto del llamado «price gap» («brecha de precios») adquiere aquí una importancia fundamental. Se entiende por «price gap» el diferencial entre el nivel de precio efectivo p y el nivel de precio de equilibrio p^* , siendo el nivel de precio de equilibrio el nivel de precio que existiría en una masa monetaria realizada M si el ingreso real Y y la velocidad de giro del dinero V se encontraran en sus valores de equilibrio a largo plazo Y^* y V^* . Expresado en logaritmos (simbolizados por las correspondientes letras minúsculas) el nivel de precios de equilibrio se define de la siguiente manera:

$$p^* = m + v^* - y^* \quad (1)$$

Por consiguiente p^* resulta tanto más alto cuanto mayor sea la masa monetaria actual. El nivel de precios efectivo se distanciará, desde luego, del nivel de precios de equilibrio a largo plazo porque una serie de otros factores como por ejemplo modificaciones del tipo de cambio, aumentos impositivos y convenios colectivos sobre salarios harán sentir, en forma transitoria, su efecto modificador sobre los precios y, además, porque la corrección de algunos precios se efectúa en lapsos más prolongados.

A largo plazo, la presión sobre el alza de los precios generada por la correspondiente expansión de la masa monetaria hará subir el nivel de precio actual en dirección al más alto nivel de precios de equilibrio, de lo que se desprende que la brecha de precios se irá reduciendo por efecto del proceso inflacionario. El «price gap» se puede dividir analíticamente en dos componentes:

$$(\mathbf{p}^* - \mathbf{p}) = (\mathbf{v}^* - \mathbf{v}) + (\mathbf{y} - \mathbf{y}^*). \quad (2)$$

El primer término del lado derecho representa el grado de liquidez de la economía en tanto que el segundo indica el grado de utilización de la capacidad instalada.

Esta forma de representación permite inferir por qué una ampliación de la masa monetaria no se traduce de inmediato en un salto en el nivel de los precios:

Una expansión inesperada de la masa monetaria trae aparejada una sobredotación de liquidez que se refleja, por un lado, en una desaceleración de la velocidad de giro del dinero para ubicarse por debajo de su valor de equilibrio. Por el otro lado, la expansión inesperada de la base monetaria eleva la demanda efectiva global por encima del valor que refleja la tendencia a largo plazo. Como los precios de los bienes no se ajustan de inmediato hacia arriba, se logra un efecto real de carácter transitorio. En efecto, en cuanto se empiecen a efectuar los ajustes de los precios, éstos irán contrarrestando el desequilibrio político-monetario en que se ha incurrido y el nivel de precios efectivo crecerá paulatinamente hacia su valor de equilibrio.

Por ejemplo, el nivel de los precios esperado a largo plazo durante la primera mitad de los años ochenta, en la República Federal de Alemania, llegó a encontrarse transitoriamente hasta un 5% por debajo del nivel efectivo (*diferencial deflacionario*). En realidad, siguió a continuación una desaceleración del alza. En la segunda mitad de los años ochenta, el nivel a largo plazo llegó a situarse, en su punto más alto, más de un 3% por encima del nivel efectivo (*diferencial inflacionario*). A continuación se aceleró considerablemente la tendencia alcista, por lo que el diferencial volvió a reducirse a comienzos de la presente década. El crecimiento anterior de la masa monetaria se había reflejado cada vez más en una subida de los precios. El cálculo del diferencial, que de momento sólo está referido a Alema-

nia Occidental, se hará considerablemente más difícil con la unificación alemana de 1990 y con el salto consiguiente de las series cronológicas. Desde mediados de 1990, el fuerte crecimiento de la masa monetaria había vuelto a generar notables riesgos de inflación.

La utilización del diferencial de precios, como indicador de la relación a largo plazo entre la masa monetaria y el nivel de los precios se basa en una serie de supuestos que ha de tenerse en cuenta al interpretar los resultados, aparte de los elementos empíricos de inseguridad mencionados más atrás. Sobre todo cuenta aquí el que haya de considerarse como exógeno el desarrollo del potencial real de producción, de los distintos factores de costos y de la velocidad de giro a largo plazo, así como el crecimiento de la masa monetaria.

No obstante, entre estas magnitudes y el movimiento de los precios se da en realidad una compleja red de relaciones, que no debe descuidarse en el análisis corriente de la relación entre masa monetaria y nivel de los precios. Por ello, los efectos de la regulación del volumen de dinero sólo pueden deducirse condicionadamente de la ecuación aquí descrita. Entre el volumen monetario y el nivel de los precios existen múltiples vías de transmisión de influjos. Tales interdependencias sólo pueden abarcarse en el marco de un amplio modelo estructural; pero, pese a todo, el diferencial de precios constituye un indicador útil para describir la relación entre masa monetaria y evolución de los precios.

II.3. En busca del concepto monetario adecuado: base monetaria modificada versus M3

Como vimos, la relación entre la tasa de inflación y el crecimiento monetario puede ser calificada como estrecha en Alemania. Dicha estrecha relación entre la cantidad de dinero y el comportamiento de los precios justifica que el Bundesbank haya elegido una masa monetaria, hoy en día definida ampliamente como meta intermedia, para lograr estabilidad de los precios como resultado final. Para asegurar precondiciones ideales para una política monetaria eficaz, también tienen que existir mecanismos de transmisión suficientemente estables y previsibles entre los instrumentos del banco central y los agregados monetarios.

Sin embargo, la masa de dinero que el banco central está en mejores condiciones de controlar no es necesariamente la que se encuentra en más

estrecha correlación con la evolución de los precios. También hay factores institucionales que pueden sufrir alteraciones y modificar la adecuada definición de la masa monetaria que el banco emisor debe controlar durante un período determinado.

Tras el derrumbe del sistema de tipos de cambio fijos, el Bundesbank anunció a fines de 1974 la adopción de una política monetaria independiente, estableciendo, por primera vez, un objetivo anual de crecimiento monetario. Al principio la base monetaria en un concepto modificado fue utilizada como meta intermedia que comprendía el circulante más la exigencia del encaje legal, computada a tasas de encaje constantes (véase también *capítulo 4.2*). Con el correr del tiempo, sin embargo, se modificó este concepto y se eligió M3 como meta, lo que implica un agregado monetario todavía más amplio. M3 está compuesta por el efectivo fuera del sistema bancario, depósitos a la vista, depósitos a plazos menores de 4 años y depósitos de ahorro (v. *cuadro 2a*). Actualmente, M3 constituye el 58% del PBI alemán, significando una velocidad de la circulación del dinero de 1,7 (v. *cuadro 2b*). Como la base monetaria modificada y la masa M3 se desarrollaron en forma bastante paralela, el cambio en la definición de la meta en 1988 no requirió una modificación de la metodología para la derivación de la meta monetaria.

II.4. Control de la cantidad de dinero M3: derivando la meta monetaria

II.4.1. El concepto básico

¿Cómo se fija ahora la meta anual para el crecimiento de la así definida masa monetaria M3?

En la última sesión de cada año, es decir a mediados de diciembre, el Consejo del Banco Central fija un canal de crecimiento para la expansión de la masa monetaria que rige desde el cuarto trimestre del año en curso hasta el cuarto trimestre del año siguiente. Las consideraciones hechas con ese fin se basan esencialmente en la ecuación cuantitativa. Si se utilizan las respectivas letras minúsculas para los logaritmos de las variables y el operador δ para la primera diferencia entonces rige la ecuación

$$\delta m = \delta p + \delta y^e - \delta v^e, \quad (3)$$

siendo δm la tasa de crecimiento pretendida para la masa monetaria, δp la norma de precios fijada, δy^e la tasa de crecimiento estimada para el potencial de producción y δv^e la estimada tasa de variación de la velocidad del giro monetario calculado a largo plazo (*Issing 1993a*). Esta última, como podemos deducir del *cuadro 2b*, tiende a disminuir con el tiempo, reflejado en un aumento secular de la relación M3/PBI nominal en Alemania; la magnitud de la reducción anual actualmente es del orden del uno por ciento.

II.4.2. La estimación del potencial de producción

A los fines de la derivación de la tasa de crecimiento del potencial de producción se puede recurrir a métodos tradicionales (es decir, no econométricos) y también, para mayor seguridad, a una función de producción con elasticidades de sustitución constantes (CES) con por lo menos dos factores (trabajo y capital). Las elasticidades de producción determinan entonces, junto con las tasas de crecimiento de los factores potenciales y la tasa del progreso técnico autónomo, el crecimiento del potencial del PBI real.

Por su simplicidad recorramos por un momento a un caso especial de la función del tipo CES, la función de producción del tipo Cobb-Douglas, en la cual las elasticidades de producción de los dos factores suman uno:

$$Y = T \cdot L^\alpha \cdot C^{1-\alpha} \quad (4)$$

Sean T el nivel tecnológico, L la cantidad utilizada del factor trabajo (p.ej. mil mill. de horas trabajadas en el período) y C el stock de capital (en una definición estricta o amplia, en el último caso abarcando también las inversiones acumuladas por ejemplo en infraestructura). Expresándola en tasas logarítmicas de crecimiento, la ecuación (4) se convierte en

$$\delta y = \delta t + \alpha \delta l + (1 - \alpha) \delta c. \quad (5)$$

Una estimación de esta ecuación rendiría valores estimados δt^* (el progreso técnico autónomo) y α^* (la elasticidad de producción). En un modelo econométrico de la economía completa el próximo paso sería la derivación de las tasas de crecimiento de los factores potenciales trabajo y capital (el último básicamente con la ayuda de la función de inversión, tomando en cuenta las depreciaciones).

Resultados típicos de este procedimiento podrían mostrar los siguientes valores:

$$\begin{aligned}
 \delta t^* &= 0,01 \text{ (aprox. 1\% p.a.)} \\
 \delta l &= 0,01 \text{ (aprox. 1\% p.a.)} \\
 \delta c &= 0,04 \text{ (aprox. 4\% p.a.)} \\
 \alpha^* &= 0,70.
 \end{aligned}
 \tag{6}$$

Con estos valores el crecimiento (logarítmico) del potencial (δy) sería aproximadamente 2,9%. Sin embargo, este procedimiento sólo puede ser un método auxiliar, dado los numerosos problemas inherentes, como por ejemplo

- la adecuada definición del stock de capital (consideración de las inversiones acumuladas en infraestructura?),
- la definición del potencial del factor trabajo (consideración de la totalidad de los desempleados como oferta efectiva en el mercado laboral?) y
- la definición del potencial del factor capital (que grado de utilización de las capacidades?).

A pesar de todas esas restricciones, el método econométrico presentado constituye una ayuda muy valiosa para el método tradicional.

II.4.3. La «norma de precios»

En la derivación de la meta monetaria el Bundesbank empleó al principio el concepto de la «tasa de inflación inevitable». Esta se ubicaba siempre por debajo del índice inflacionario esperado, de modo que resultaba una masa monetaria «escasa», que ejercía una presión descendente sobre el índice de la inflación. A pesar de ello, el incremento de los precios era en general inesperadamente alto. Recién al lograrse, a mediados de los años 80, una gran estabilidad de los precios, se pudo finalmente incorporar la «norma de precios» del 2%, un concepto que el Bundesbank sigue aplicando en la actualidad.

II.4.4. Efectos estabilizadores de la regla

La utilización del potencial del PBI y de la norma de precios de 2% p.a. tienden a ejercer efectos estabilizadores: Suponiendo una fase coyuntural de auge, la tasa de crecimiento del PBI potencial normalmente se ubica debajo de la tasa de crecimiento observada. En las mismas condiciones la dinámica de los precios tiende a exceder la norma de los precios de 2% anual. El conjunto de esas dos constelaciones hace que la masa monetaria sea comparativamente «escasa» en una situación de boom económico, mientras en una recesión el concepto empleado por el Bundesbank tiende a facilitar la recuperación, sin poner en peligro la estabilidad de los precios.

II.4.5. Derivación de la banda

El *cuadro 3* muestra en el ejemplo de los últimos años a qué resultados conduce la aplicación de la ecuación cuantitativa en la práctica. Esta, sin embargo, no se aplica en forma tan esquemática como podría parecer a primera vista. En las estimaciones para calcular el crecimiento potencial en términos reales y la variación relativa de la velocidad del giro del dinero entran una serie de factores especiales, por ejemplo cambios en las tenencias de marcos alemanes en efectivo en el exterior. Además un dato a tener en cuenta es que no se fija un determinado «punto» sino que se establece la amplitud de una banda. A principios de los años 80 esta amplitud era de 3 puntos porcentuales, pero con el correr del tiempo se ha reducido, ubicándose actualmente en 2 puntos porcentuales. Esto contribuyó a acrecentar la «previsibilidad» de la política monetaria y el efecto confianza por ella generado sin necesidad de privar a la política monetaria de flexibilidad.

II.4.6. Un ejemplo: derivación de la meta para 1995

Para el año 1995 el Bundesbank partió de la norma de precios del 2% anual y se estimó el crecimiento del potencial de producción en 2,75% y la reducción de la velocidad del giro del dinero en 1%. Del valor para el crecimiento monetario equilibrado así derivado el Bundesbank permite en su meta monetaria el margen de fluctuación antes mencionado para asegurar una mayor flexibilidad de su concepto monetario. De tal manera la meta del Bundesbank para el año 1995 permite un crecimiento de la masa monetaria M3 entre 4% y 6%, calculado del cuarto trimestre de 1994 al mismo período de 1995.

II.4.7. Evidencia empírica

¿Qué experiencias se hacen ahora con este concepto de la programación monetaria? Si se comparan en base del *cuadro 4* las metas con el cumplimiento efectivo, se pueden observar incumplimientos en algunos casos. Sin embargo, el Bundesbank sigue con el método empleado, convencido de que la meta monetaria intermedia constituye un instrumento sumamente útil. Este concepto se caracteriza por una flexibilidad considerable, sobre todo a raíz del margen de fluctuación otorgado. Además, después de la fase inicial en el empleo del método mencionado, los resultados obtenidos eran bastante satisfactorios. Con la unificación alemana algunas reglas de juego cambiaron transitoriamente, complicando considerablemente el manejo de la política monetaria. Sin embargo, el concepto básico de la misma no ha sido cuestionado en ningún momento por el Bundesbank.

II.5. Instrumentos de la política monetaria del Bundesbank

II.5.1. Una amplia gama de instrumentos

El Bundesbank dispone de una serie de instrumentos para influir sobre las tensiones en el mercado de dinero y poder, en definitiva, controlar la masa monetaria M3. Estos instrumentos son de diversa naturaleza: básicamente se refieren a la política de tipos de interés, pero con restricciones cuantitativas para la liquidez.

En esencia se trata de la refinanciación a través de la política del crédito de descuento y de lombardo, del instrumento de las reservas mínimas, de la política de mercado abierto y, finalmente, del instrumento de los depósitos del sector público en el Bundesbank. Aquí no se entrará en consideraciones detalladas acerca de estos puntos. Los diferentes instrumentos están ampliamente explicados en *Deutsche Bundesbank (1994c, págs. 59-99)*. Antes bien se expondrán los respectivos principios fundamentales y la significación cuantitativa de las diversas variables de la política.

II.5.2. Las tasas de descuento y lombardo

Uno de los instrumentos del Bundesbank que tal vez interese más concientemente al público es la fijación del tipo de descuento y del tipo lombardo. Mientras el primero se aplica a la compra de pagarés comerciales con un plazo de hasta tres meses por parte del Bundesbank, la lombardo

es una tasa comparativamente alta a la cual se liquida una variedad más amplia de títulos, también con un plazo de hasta tres meses. El tipo de descuento se sitúa, por lo general, en 1 - 2 puntos porcentuales por debajo de la tasa lombardo; sus valores mínimos respectivamente máximos en la historia de la posguerra ascendieron a 2½% (1987/88) y 8 3/4% (1992).

Ambos tipos de crédito están limitados cuantitativamente. Hasta mediados de la década del 80 en particular, la tasa lombardo era considerada como una especie de interés de referencia para la tasa del mercado monetario. Con la mayor penetración de los instrumentos de mercado abierto, el tipo lombardo ha ido perdiendo una parte de su anterior importancia. A partir de entonces, se trata de adaptar la tasa de descuento y la lombardo a los movimientos de la tasa Repo que, en «circunstancias normales» tendría que ubicarse entre la de descuento y la lombardo.

II.5.3. Operaciones en el mercado abierto

La llamada tasa Repo se refiere a las operaciones de compra y venta de valores que el Bundesbank realiza en el marco de su política de mercado abierto y de este modo se relaciona con la tercera forma importante de refinanciación de entidades crediticias.

Las operaciones de mercado abierto con pacto de recompra en títulos de renta fija, las realiza el Bundesbank ya desde el año 1979. Se trata aquí de operaciones de mercado abierto a término. Por la cesión temporal de letras y valores se pone a disposición de la banca liquidez primaria sólo por un tiempo limitado, aumentando de esa manera la flexibilidad de la política monetaria. Desde la crisis desencadenada en el Sistema Monetario Europeo (SME) en otoño de 1992 el Bundesbank optó por un plazo de 14 días en vez del plazo de dos meses utilizado antes. En general, se concierta una operación por semana.

En este esquema hay vencimientos de operaciones tipo Repo cada semana, dando al Bundesbank la posibilidad de influir de manera flexible sobre la liquidez del sector crediticio: Para restringir la liquidez del sistema el Bundesbank podría por ejemplo repartir menos crédito en una licitación de lo que vence el mismo día.

Desde 1988 se adjudican las licitaciones de tipo de interés («Zinstender») según el procedimiento americano, que permite las pujas

individuales de las entidades de crédito. Estas refinanciaciones de carácter standard se complementan con el ofrecimiento, en forma esporádica, de licitaciones rápidas del mismo día con un plazo de vencimiento de 2 a 10 días, con lo cual se incrementa aún más el grado de flexibilidad de la política monetaria.

II.5.4. Encajes legales

La necesidad de refinanciación de los bancos queda de por sí asegurada por el encaje legal, al que se asigna una posición de alta relevancia en la política monetaria alemana. Están sujetos a encaje legal los depósitos a la vista, a plazo fijo y cuentas de ahorro, por lo que el instrumento de las reservas mínimas adquiere una base muy amplia. El nivel y la estructura de los coeficientes del encaje legal han sufrido frecuentes variaciones en el pasado, pero nunca han dejado de observar los topes superiores establecidos por la *Ley sobre el Bundesbank* (30% para cuentas corrientes; para pasivos frente a no residentes el límite puede llegar al 100% según la Ley sobre la Economía Exterior para impedir entradas de capitales excesivos). Un principio básico tenido en cuenta para la fijación del coeficiente del encaje legal ha sido en todo momento la gradación de acuerdo con el plazo de vencimiento de los depósitos, siendo siempre más alta la imposición sobre los pasivos a la vista de corto plazo.

Con efecto a agosto de 1995 el coeficiente del encaje legal para este tipo de depósitos, que ascendía hasta el 12,1% antes de marzo de 1994 y hasta 5% después, ha sido reducido al 2%. Al mismo tiempo se bajaron los encajes para depósitos de ahorro de 2% a 1,5%. Esto debe interpretarse, no en último término, como una reacción frente a la fuerte competencia, cada vez más intensa, de las entidades de crédito dentro de la Unión Europea.

Los plazos para el cálculo de la obligación del encaje legal y su cumplimiento ascienden a un mes, con un desfase de dos semanas del plazo para el cumplimiento, a fin de que los bancos cuenten con una mayor flexibilidad en el manejo de sus disponibilidades. A diferencia de las disposiciones válidas hasta julio de 1995, las existencias en caja ya no sirven para cumplir con el encaje legal.

El objetivo del encaje legal es, en definitiva, que exista una demanda suficientemente estable de liquidez primaria y que el proceso de creación de dinero por los bancos quede más estrechamente vinculado a la política del

banco emisor. Por lo menos en comparación con la mayoría de los bancos centrales europeos, el encaje legal del Bundesbank tiene una posición muy fuerte dentro de la gama de sus instrumentos.

II.5.5. Política de depósitos del sector público

Otro elemento de la política de suma importancia en el pasado, era la «política de depósitos» descrita en el artículo 17 de la *Ley sobre el Bundesbank*. Este obligaba a la Federación y a los Estados Federados («Länder») así como a sus Fondos Especiales a mantener su liquidez en el Bundesbank. Por un lado se reducía con ello el potencial de creación de dinero por los bancos y, por el otro, podía el Bundesbank trasladar estos recursos al sistema bancario a muy corto plazo y nivelar los desequilibrios que surgieran, por ejemplo, de cambios en el encaje legal. Este proceso de tranquilizar tensiones en el mercado monetario por medio de la traslación de fondos públicos requería el consentimiento de la Federación y los Länder. Como los depósitos públicos en el Banco Central no eran remunerados y los depósitos en bancos comerciales sí lo eran, el sector público tenía un gran interés en la traslación de fondos. En los hechos esta variable de la política ha perdido significación en los últimos tiempos, un proceso al que se hará referencia en el próximo tramo de este trabajo.

III. DESAFIOS ACTUALES

III.1. Política monetaria en la fase II de la integración monetaria europea

De manera indirecta, el Tratado de Maastricht, suscripto en febrero de 1992 y puesto en vigencia en noviembre de 1993, también ha provocado cambios importantes en la política de depósitos del Bundesbank. Hasta fines de 1993 el Bundesbank podía poner a disposición del sector público un crédito de caja a muy corto plazo, cuya contrafigura era prácticamente la obligación de la Federación y los Länder de mantener su liquidez en el banco emisor alemán. En suma, se trataba de un plafond de crédito de caja de aprox. 10,6 mil millones de marcos, de los cuales 6,0 mil millones recaían sobre la Federación.

Ahora el Tratado de Maastricht prohíbe expresamente que los bancos centrales otorguen créditos al sector público, medida que entró en vigor

con el ingreso a la segunda fase de la integración monetaria europea, es decir a principios del año 1994. El sentido de esta reglamentación es el de proteger a los bancos centrales europeos de una intervención estatal que favorezca la inflación y también el de apuntalar o de preparar la independencia de los respectivos bancos emisores. Sin embargo, en beneficio de un servicio de pagos libre de obstáculos, se seguirán autorizando los sobregiros dentro del mismo día bancario.

A diferencia de otros países europeos, el crédito del banco emisor al estado alemán siempre ha cumplido un papel secundario, por lo que la eliminación de esta facilidad de crédito se ha verificado sin inconveniente alguno. En forma paralela a esta disposición se levantó de facto la obligación para el sector público de depositar su liquidez en el Bundesbank, sin que existiera entre ambas medidas una directa relación vinculante. Es cierto que esta eliminación de un instrumento de la política monetaria rozó en forma directa la política monetaria y la situación en el mercado de dinero pero sin que a raíz de ello se generaran mayores «situaciones de tensión».

III.2. Evolución de la masa monetaria, de la tasa de interés y de los precios en los años 1992-94: poniendo a prueba la política del Bundesbank

Desde la crisis desencadenada en el SME en otoño del año 1992, el Bundesbank ha seguido la política de reducir paulatinamente los intereses del banco emisor. Además de registrarse de manera paralela una tendencia a la baja en la tasa de inflación, se ha aumentado más aún la confianza en la moneda alemana. Como consecuencia de esto, también el rendimiento en el mercado de capitales ha ido decreciendo en forma continuada. Las condiciones para el control del mercado monetario habían vuelto prácticamente a la normalidad a mediados de 1993, pero en julio de este año una nueva crisis sacudió el Sistema Monetario Europeo. En un solo día afluyeron al Bundesbank, por operaciones de apoyo a las monedas participantes, divisas por un monto equivalente en marcos de aproximadamente 30 mil millones. En todo ese mes el flujo de divisas estuvo a punto de totalizar los 60 mil millones de marcos. En estas circunstancias no sólo se hizo más difícil el control sobre el mercado monetario, sino que además se puso seriamente en peligro el límite oportunamente proyectado para la expansión de la masa monetaria.

Con la ampliación de las bandas de fluctuación, introducida en el

SME en agosto de 1993, la política monetaria del Bundesbank logró recuperar un margen de acción considerable. Esa ampliación de las posibilidades de fluctuación de $\pm 2\frac{1}{4}\%$ (respec. 6% para algunas monedas) a $\pm 15\%$ ha colocado al SME sobre una base nueva y más verosímil además de abrirle la posibilidad para una reorientación. Lo que en definitiva se impuso fue el convencimiento de que las paridades en el SME, que se habían mantenido prácticamente invariables desde el año 1987, no estaban representando más que una estabilidad «ficticia». A pesar de la nueva libertad de acción obtenida por el Bundesbank para su política, la masa monetaria en su limitación M3 no dejó de expandirse en forma excesiva, por lo que en el año 1993 se excedió, por segunda vez consecutiva, el objetivo monetario proyectado (v. *cuadro 4*).

La tasa de inflación, en cambio, mostró una tendencia definida hacia abajo: entre 1993 y 1994 el impulso ascendente de los precios al consumidor experimentó un debilitamiento, registrándose una baja del 4,2% al 3,0% anual, con tendencia descendente. De esa manera se podía justificar la política de reducciones paulatinas del tipo de interés a pesar del crecimiento monetario por arriba de la meta en la mayor parte del año.

Sin embargo, el crecimiento de M3 se redujo de manera considerable en los últimos meses del año 1994, en gran parte debido a la introducción de «money market funds» a partir del mes de agosto. La gran demanda por estos fondos, que no forman parte de la masa M3, ayudó a lograr una tasa de crecimiento monetario por debajo del 6% estipulado como techo de la meta monetaria.

El cumplimiento con la meta muestra que las relaciones tradicionales entre el interés, el crecimiento de la masa monetaria y la evolución de los precios siguen estando vigentes en Alemania. También lo confirman las investigaciones empíricas más recientes realizadas dentro y fuera del país. Según estos estudios, es cierto que la unificación alemana, las crisis monetarias desencadenadas en el SME, así como la introducción y modificación del impuesto sobre los intereses, la estructura de interés inversa y otros factores de perturbación han conducido a situaciones de inestabilidad en la evolución de la masa monetaria a corto plazo y a un deterioro de la condición de indicador de dicha masa.

Pero también corroboran la hipótesis de que las relaciones a más largo plazo entre masa monetaria, intereses, demanda global y finalmente

precios solo fueron rozados tangencialmente y no se vieron afectadas de manera fundamental. La masa monetaria M3 sigue siendo, por eso, una meta intermedia adecuada para una política monetaria cuyo objetivo final es la estabilidad de los precios.

IV. PROPUESTAS DE ALTERNATIVAS PARA M3

IV.1. M3 ampliada

De todos modos, las numerosas propuestas alternativas para el diseño de una política monetaria de nuevo cuño son objeto de minuciosos estudios por parte del Bundesbank. De esto forma parte también la propuesta de cambiar la definición de la meta intermedia M3, hasta ahora empleada, y elegir en su lugar una definición más amplia. Una masa M3 ampliada, que abarca M3 más las obligaciones de los bancos, más EURO-depósitos, sería - en la opinión de algunos - un concepto superior. Sin embargo, la reacción de ese agregado frente a los intereses de corto plazo (es decir, el proceso de transmisión) y su calidad como «indicador temprano» para la tasa de inflación no parecen superiores al método tradicional.

En base a una decisión del Consejo del Banco Central en diciembre de 1994, M3 abarca ahora también las colocaciones de no-bancos en los «money market funds», tomando en cuenta de esa manera la importancia que ganaron esos fondos desde su habilitación en agosto de 1994. Sin embargo, M3 ampliado va ser observado exclusivamente para fines de análisis y no tendrá ningún carácter de meta intermedia.

IV.2. M3 ponderado con tasas de interés

Otra alternativa que se suele proponer con frecuencia es el manejo de una masa monetaria ponderada con tasas de interés. Frente al alto grado de significación político-monetaria que revisten los agregados, la mayoría de los bancos emisores recurren para su creación a un procedimiento comparativamente sencillo. Este consiste en establecer los activos financieros a incorporar en el agregado y en sumar luego estos componentes a una dimensión global. De esta manera surgen los agregados monetarios más comunes, tales como M1, M2 y M3, como agregados «simple sum», en los que las existencias de dinero en efectivo fuera del sector bancario y los depósitos (a la vista, a plazo fijo y en caja de ahorro) de entidades no

bancarias en entidades crediticias nacionales se suman simplemente asignándosele a cada una un peso idéntico de valor 1.

Una suma de tales características hace presuponer que todos los componentes incorporados al agregado constituyen sustitutos plenos en lo que atañe a su función monetaria y que su elasticidad de sustitución se extiende al infinito. Sin embargo, bastan simples observaciones y los resultados de investigaciones empíricas para contradecir esta presunción.

Un ejemplo de la aplicación de un llamado «agregado Divisia» lo constituyó el manejo de la masa monetaria del Banco Central de Alemania entre los años 1974 y 1987: La base monetaria modificada del Banco Central («central bank money» o «Zentralbankgeldmenge» en alemán) estaba definida como existencias de dinero en efectivo en manos de entidades no bancarias más los encajes de los bancos sobre los depósitos a la vista, a plazo fijo y de ahorro, calculadas a tasas de encaje constantes a diciembre de 1974.

Considerando que las tasas de encaje históricas para depósitos a la vista ascendían al 16,6%, para depósitos a plazo fijo al 12,4% y para depósitos en caja de ahorro al 8,1%, resulta para estos tipos de depósito un esquema de ponderación cuya relación es 4:3:2. A diferencia de la masa monetaria M3 que se utiliza actualmente, la base monetaria modificada no representaba un agregado «simple sum» porque si bien utilizaba el circulante en su totalidad, también ponderaba los diferentes tipos de depósito, suponiendo que la ponderación de los tipos de depósito podrían corresponder aproximadamente al diferente grado de liquidez y monetario de las diversas formas de depósito (*Vollmer 1995, págs. 162-163*).

Sin embargo, como las tasas de encaje apenas si pueden representar la exacta elasticidad de sustitución y los exactos grados de liquidez, se propuso la aplicación de agregados ponderados con tasas de interés. Aquí se pondera cada uno de los agregados parciales de la masa monetaria con las respectivas tasas de interés. Considerando su extrema sensibilidad frente a los cambios del interés, el M3 ponderado con tasas de interés no puede ser considerado como indicador y meta intermedia de la política monetaria.

Algunas razones teóricas hablan en favor de un «agregado Divisia», pero estos argumentos teóricos por sí solos no alcanzan para fundamentar suficientemente la elección de una masa monetaria ponderada como meta:

- En tiempos con intereses «normales» M3 y Divisia-M3 se comportan en forma similar. Por el contrario, en épocas de intereses altos disminuye el aporte que realizan los componentes monetarios que producen interés para el crecimiento de Divisia-M3. De esta forma no resulta plausible que los depósitos a plazo fijo no hagan ningún aporte a la expansión monetaria si la tasa a plazo fijo se incrementa marcadamente.
- Por la ponderación variable del interés las modificaciones de las tasas de crecimiento del agregado Divisia son mayores que para M3 y menor la correlación con las tasas de crecimiento del producto social.

El resultado empírico, por lo tanto, habla más bien en favor de una superioridad de la masa monetaria M3 «simple» respecto de Divisia-M3 (*Issing y otros 1992, págs. 18-19*).

IV.3. Metas multianuales

Otra propuesta hecha es la aplicación de una meta multianual en vez de una meta para un año solo. Sin duda, este concepto no carece de ciertas ventajas: Los rezagos en la reacción de la evolución de los precios frente a los cambios introducidos en la política monetaria, en el concepto actual hacen que la toma de la medida y el impacto no caigan dentro del mismo período. Una meta multianual facilitaría que la medida y el efecto coincidieran en el mismo período de observación, haciendo la política monetaria aparentemente más eficiente para el público. Además, las desviaciones a corto plazo entre la meta y la evolución efectiva del crecimiento monetario podrían ser compensadas de una manera más fácil por el mayor tiempo disponible.

Por otro lado, desviaciones sustanciales y prolongadas requerirían medidas de ajuste muy drásticas hacia el fin del período en cuestión. Por eso, los problemas que surgen a raíz de la fijación de metas de un año bajo determinadas condiciones, sólo pueden ser reducidos en ciertas condiciones utilizando metas multianuales.

IV.4. Meta de interés real y de estructura de interés

En tanto que la utilización de M3 ampliada, de un agregado M3 ponderado o de metas multianuales implicaría modificaciones del concepto monetario actual, las otras propuestas traerían aparejados cambios fundamentales del concepto básico. Según el concepto de interés real, el banco central debería manejar las tasas de interés de manera que resulte una cierta tasa en términos reales. En el concepto de estructura de interés, una estructura inversa con tasas más altas en el corto plazo y comparativamente bajas en el largo plazo indicaría la necesidad de aflojar la política monetaria para llegar a una curva de rendimientos «normal», con tasas más bajas en el corto plazo. Sin embargo, con las metas de interés real y de estructura de interés se presentan diversos problemas, tanto de definición como de cuantificación, siendo uno de ellos, por ejemplo, el referido al tamaño que debería tener el «spread» entre el interés de corto y el de largo plazo.

IV.5. Conjunto de indicadores

Los problemas de esta índole se agravan aún más en caso de que se aplique un conjunto de varios indicadores. La selección y la ponderación de los diversos indicadores plantearía, a su vez, un problema difícil de solucionar. Más aún, los indicadores en cuestión podrían desarrollarse en forma disímil, terminando así por sugerir medidas de política económica totalmente opuestas.

IV.6. Conclusión

En virtud de la importancia que el Banco Central le asigna a la evolución de la magnitud de su meta intermedia es inevitable que vuelva a examinar constantemente sus conceptos en cuanto a su utilidad. Un cambio en el indicador es, sin embargo, una decisión de largo alcance que únicamente podrá tomarse en consideración ante indicios inequívocos de una deficiencia en el antiguo concepto y luego de un examen minucioso de la superioridad de las posibles alternativas. En todo caso, las propuestas discutidas no cumplen con este criterio.

Tomando en cuenta todas las alternativas propuestas con sus respectivas ventajas y desventajas y los resultados de numerosos estudios del Bundesbank e instituciones ajenas a él, el concepto del manejo de M3 pare-

ce ser - en las condiciones actuales - todavía la forma más adecuada de política monetaria en Alemania (*Issing 1995*).

V. ASPECTOS INTERNACIONALES

V.1. Cambios en los conceptos de la política monetaria de los principales países industrializados

V.1.1. Política monetaria con una meta de inflación directa

En el pasado reciente, no sólo el Bundesbank se ha visto frente a grandes desafíos. También una cantidad considerable de bancos emisores en los países industrializados tuvo que afrontar, por muy diversas razones, problemas fundamentales sobre los conceptos de sus políticas monetarias. Una buena parte de los países industrializados dió respuesta a los problemas con el manejo de la política monetaria eligiendo metas inflacionarias directas y cuantificadas (veasé *cuadro 5a*).

Después de que Canadá y Nueva Zelanda publicaran, a principios de los años 90, márgenes de fluctuación que fijaban la política monetaria conforme a una paulatina disminución de la tasa de inflación, se introdujeron en el Reino Unido, Suecia y Finlandia en 1992, en Francia en 1993 y en España en 1994 metas de inflación a mediano plazo. En Italia las metas de inflación publicadas desde 1992 juegan un papel cada vez mayor en la política económica general y especialmente en la política salarial¹.

La publicación de cifras específicas para la meta final de la política monetaria encierra un problema de carácter general, ya que las repercusiones de la política monetaria sobre la tasa de inflación y la influencia a corto plazo que otros factores ejercen sobre los índices de precio son difíciles de evaluar. Por lo tanto, no hay ninguna seguridad de que el Banco Central

1 En los Estados Unidos la Reserva Federal está obligada por ley a perseguir tres objetivos: alto grado de ocupación, precios estables y moderadas tasas de interés a largo plazo. Su presidente, sin embargo, ha destacado reiteradamente ante el Congreso que la estabilidad de los precios es una condición para alcanzar las otras dos metas. No hace mucho tiempo se presentaron en el Congreso propuestas para modificar las instrucciones al Banco Emisor en el sentido de que se dé mayor importancia a la estabilidad de los precios, pero este tema sigue siendo motivo de controversia.

logre mantener siempre la tasa de inflación dentro de las estrechas bandas determinadas por las metas publicadas. Existe entonces el peligro de que el incumplimiento de la meta afecte la credibilidad. En los países en los cuales el Gobierno codetermina las metas de inflación fijadas por el Banco Central podría cuestionarse la continuidad de la política monetaria ante un cambio de la política de gobierno (*Banco de Compensación Internacional de Pagos 1995*). Sin tomar posición en estos asuntos básicos se discuten a continuación algunas cuestiones prácticas que se han presentado en relación con el manejo de las metas directas de inflación - de un desarrollo reciente.

En la mayoría de los países que aplican metas de inflación explícitas la tendencia a mediano plazo consiste en lograr una tasa de inflación baja, definiéndose la inflación a través de los precios al consumidor. El índice del precio al consumidor está disponible luego de un tiempo razonable, se revisa muy pocas veces y es un índice ampliamente difundido de la inflación, tenido en cuenta especialmente para las negociaciones salariales. El índice del precio al consumidor suele presentar, en mayor o menor medida, una distorsión hacia arriba producida, entre otros factores, por la utilización de otros productos debido a modificaciones de los precios relativos y a la subestimación de las variaciones producidas en la calidad y el uso por la introducción de nuevos productos. Esto puede ser tenido en cuenta fijando un valor positivo para la meta inflacionaria.

Las metas se formulan, por lo general, para un horizonte temporal a mediano plazo suficientemente largo para considerar el retraso de los efectos de la política monetaria y al mismo tiempo suficientemente corto para efectuar el ajuste hacia abajo de la expectativa inflacionaria. Mientras que una meta puntual debería constituir una clara señal para el retroceso de la expectativa inflacionaria, las metas en forma de bandas permiten fluctuaciones transitorias de los precios y una especie de inseguridad respecto de los efectos probables de la política monetaria sobre la inflación.

En Canadá y Nueva Zelanda se convino una cláusula eventual por la que se permiten incumplimientos temporales de las metas e incluso una revisión o suspensión de la meta, cuando se producen determinados shocks de ofertas, como por ejemplo modificaciones masivas de los precios del petróleo u otras materias primas (*Banco de Compensación Internacional de Pagos 1995*).

El *cuadro 5a* muestra, en el ejemplo de algunos países seleccionados de la OCDE, las respectivas metas inflacionarias, donde los objetivos de largo plazo con frecuencia se pueden cumplir y también modificar por metas para el corto plazo. En el caso de Nueva Zelanda se llegó incluso a establecer una norma de precios a través de un contrato celebrado entre el presidente del banco emisor y el Ministro de Finanzas del país. Este contrato sirvió, a su vez, para homologar el estatuto del banco emisor, vigente desde el año 1990, por el que se le confiere al banco central neocelandés la salvaguarda de la estabilidad de los precios como objetivo supremo (*Issing 1993b*, págs. 276-277).

V.1.2. Política monetaria con una meta intermedia

Los bancos centrales de algunos países industrializados siguen orientando marcadamente su política monetaria hacia metas intermedias para lograr la meta final de su política. En algunos países todavía se publican supuestas metas para los agregados a la masa monetaria que siguen cumpliendo un papel central, especialmente en Alemania, para el diseño y la estructuración de la política monetaria (véase *cuadro 5b*). En los países donde rige el mecanismo de cambio del SME los tipos de cambio siguen teniendo una posición clave en la realización de la política monetaria. En los demás países con metas intermedias la política monetaria se orienta conforme a una combinación de indicadores aunque, en general, los desarrollos de los mercados monetarios, crediticios y de divisas siguen ocupando un lugar fundamental.

Muchos Bancos Centrales siguen considerando a determinados agregados a la masa monetaria como indicadores precursores útiles para el desarrollo de la economía y de los precios. Algunos también utilizan metas de la masa monetaria para la dilucidación de la adecuada orientación de la política a mediano plazo. En Alemania la meta de la masa monetaria sigue siendo el pilar de la estrategia de la política monetaria, pero se maneja en forma flexible. Las autoridades monetarias en Francia, Suiza y España formulan ahora sus metas como suposiciones a mediano plazo para la expansión monetaria porque son de la opinión que este «medianoplacismo» de la meta sigue representando una pauta útil en relación con los efectos inflacionarios a largo plazo de la política monetaria a pesar de la variación de la demanda monetaria registrada en los últimos años. Al mismo tiempo el desarrollo de las masas monetarias ha cumplido sólo un papel secundario en la determinación de las tasas de interés a largo plazo.

El tipo de cambio frente al marco alemán también sirvió como pauta de referencia esencial para la política monetaria en Austria, los Países Bajos, Bélgica, Dinamarca, Irlanda y - en combinación con metas para masas monetarias e inflación - en Francia (véase sinopsis en *cuadro 5c*). En la ampliación de las bandas de fluctuación en el mecanismo cambiario del SME a $\pm 15\%$ introducida en 1993, la mayoría de los países vio en ella ante todo un recurso para dominar los ataques especulativos de corto plazo sobre las monedas dentro del mecanismo de los tipos de cambio (*Banco de Compensación Internacional de Pagos 1995*).

El Bundesbank era el primer banco central que estableció una masa monetaria como meta intermedia para 1974. Más de 20 años después, es uno de los últimos institutos emisores al operar con ese tipo de meta intermedia (*Issing 1995*). Al revisarse, en julio de 1995, la meta de la masa monetaria fijada, volvió a confirmarse el concepto básico del control sobre un agregado monetario como meta intermedia. Esto, sin embargo, no excluye eventuales modificaciones de menor envergadura, pues de lo que en definitiva se trata, es de reaccionar en forma adecuada cuando el marco de las condiciones básicas se modifica. A estos efectos, el concepto sobre la masa monetaria resulta suficientemente flexible y, al mismo tiempo, por demás sólido.

V.2. Política monetaria en una Unión Monetaria Europea

V.2.1. El Tratado de Maastricht: los criterios de convergencia

Al mismo tiempo que se generan reflexiones a nivel nacional sobre el control de la masa monetaria, tiene lugar una discusión en el ámbito europeo, cuyo tenor está cada vez más determinado por el Tratado de Maastricht: Siempre que se cumplan determinadas condiciones, a principios de 1997, a más tardar para comienzos de 1999, la Unión Monetaria habrá de ser una realidad en el área europea (*Arzbach 1994*). Para ese entonces, las paridades entre las monedas participantes serán fijadas en forma irrevocable, sin perjuicio de que eventualmente se introduzca una moneda unitaria. Para la participación en esa comunidad, de difícil disolución posterior, no regirá un principio de automatismo; antes bien se deberá dar cumplimiento a los criterios para la convergencia económica fijados en el Tratado de Maastricht. Estos se refieren a la inflación, los intereses, la situación presupuestaria y de endeudamiento, así como a la posición de las respectivas monedas den-

tro del SME. Los *cuadros 6a-c* muestran cuán restrictivos son - tan sólo - los primeros cuatro criterios. Cabe recordar que en los años 1992 y 1994 el único país que cumplió con los cuatro requisitos fue Luxemburgo; en 1993 ningún país cumplió con los cuatro criterios de convergencia.

El quinto criterio exige a la moneda en cuestión una permanencia de por lo menos dos años en la banda «normal» del SME; con motivo de la ampliación de las posibilidades de fluctuación, decidida en agosto de 1993, se han registrado hechos significativos no previsibles en el Tratado de Maastricht. La ampliación de los márgenes de fluctuación posiblemente requiera una redefinición o una nueva interpretación del quinto criterio de convergencia, dado que el Tratado de Maastricht usa la expresión «márgenes normales» sin definirlos con mayor precisión. Por lo menos, todavía no se ha llegado a ningún «deadline» o límite absoluto, a raíz del cual el SME tenga que volver a la banda estrecha, de manera tal que, de hecho, se puede seguir hablando de la posibilidad de una flotación entre las distintas monedas europeas.

A pesar de esa posibilidad potencial, actualmente, a más de dos años de la ampliación de los márgenes, las nueve monedas que participan todavía en el SME en general volvieron a ubicarse dentro de los márgenes anteriores². Observamos, por lo tanto, una tendencia muy firme hacia la estabilidad de las paridades que se sitúan ahora en niveles más realistas.

V.2.2. Aspectos institucionales

Una vez concretada la unión monetaria eso significa que todas las monedas nacionales se convertirán en perfectos sustitutos entre sí y que desde entonces no habrá más que una masa monetaria «europea» única (*Arzbach 1994*). El Instituto Monetario Europeo, erigido en Frankfurt, tiene la misión de facilitar la transición hacia ese sistema y de sentar las bases de la política monetaria para el futuro Banco Central Europeo; de esa manera se pretende asegurar la continuidad de una política de clara orientación hacia la estabilidad.

2 De los tres nuevos miembros de la Unión Europea que fueron incluidos a partir de 1995 (Austria, Finlandia y Suecia), hasta ahora sólo la moneda austríaca participa en el mecanismo cambiario del SME; Italia e Inglaterra salieron temporariamente del sistema en septiembre de 1992, Grecia nunca participaba.

En el tercer peldaño de la integración monetaria europea, vale decir, en la unión monetaria, los bancos centrales nacionales no podrán seguir implementando una política monetaria independiente. En efecto, la responsabilidad por el control monetario será ejercida exclusivamente por el Banco Central Europeo, que surgirá del ya existente Instituto Monetario Europeo. Hasta entonces le corresponderá sobre todo al Bundesbank asumir una enorme responsabilidad con vistas a la estabilidad monetaria en Europa: Hasta su posible disolución en la unión monetaria, el marco alemán deberá preservar su posición firme, para cumplir con su responsabilidad como el ancla nominal del Sistema Monetario Europeo.

V.2.3. Elementos de una política monetaria en la Unión Monetaria Europea

Todavía es muy temprano para hacer conjeturas sobre el diseño exacto de una política monetaria en la Unión Monetaria Europea. Sin embargo, se podrá suponer la existencia de por lo menos tres elementos claves:

- El instrumento del encaje legal (con coeficientes moderados) para garantizar una demanda de fondos del banco central por parte de los bancos,
- la refinanciación standard a través de operaciones de mercado abierto (compra temporaria de valores del tipo «Repo») y
- la refinanciación extraordinaria a través de una tasa de interés mayor que la tasa «Repo» (dentro de límites de contingentes para los bancos).

Una política monetaria con estas características sería parecida a la instrumentación de la política llevada a cabo actualmente por el Bundesbank.

También con las recientes reducciones del encaje legal en Alemania, se observó una cierta convergencia de las modalidades y de las tasas de los encajes legales en Europa. Sin embargo, quedan importantes diferencias en las disposiciones nacionales (v. *cuadro 7*). El instrumento del encaje en una Unión Monetaria Europea va a seguir siendo un tema controvertido, sobre todo, porque cuatro bancos centrales de la Unión Europea ni siquiera tienen el instrumento del encaje legal.

VI. OBSERVACIONES FINALES

Para poder cumplir con la tarea de velar por la estabilidad de los precios el Bundesbank seguirá adhiriendo a su concepto político-monetario. La pretensión de lograr una estabilidad a través de una meta monetaria intermedia ha probado ampliamente su eficacia; mientras tanto, las relaciones tradicionales y los mecanismos de transmisión entre intereses, masa monetaria y precios siguen en plena vigencia, más allá de que las condiciones que le sirven de marco se hayan modificado.

Esta opinión ha encontrado un respaldo muy pronunciado, volviendo a demostrar que en muchos países del mundo se está apreciando cada vez más el verdadero valor de la estabilidad de los precios. Un modelo para un banco central empeñado en esa estabilidad lo constituye, sin duda, el Bundesbank, cuya política en el futuro va a continuar fiel a su tradición anti-inflacionaria.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Arzbach, Matthias (1994): «*Integración monetaria: aspectos de la unificación alemana y de la integración en Europa*», *Monetaria*, vol. XVII, N 1, enero - marzo, págs. 1-16.

Arzbach, Matthias (1995): «*Lineamientos generales y desafíos actuales de la política monetaria del Deutsche Bundesbank*», *Monetaria*, vol. XVIII, N 1, enero - marzo, págs. 1-22.

Banco de Compensación Internacional de Pagos (1995): «*65th Annual Report 1994/95*», Basilea, junio.

Deutsche Bundesbank (1992): «*La relación entre la evolución de la masa monetaria y de los precios en la República Federal de Alemania*», Informe Mensual, enero, págs. 32-44.

Deutsche Bundesbank (1993a):
«Ley sobre el Deutsche Bundesbank».

Deutsche Bundesbank (1993b):
«Evolución y factores determinantes del valor externo del marco alemán, Informe Mensual, noviembre, págs. 44-68.

Deutsche Bundesbank (1994a): «*Objetivo de crecimiento monetario para 1994*», Informe Mensual, enero, págs. 19-24.

Deutsche Bundesbank (1994b): «*La segunda etapa de la Unión Económica y Monetaria Europea*», Informe Mensual, enero, págs. 25-47.

Deutsche Bundesbank (1994c): «*Política monetaria del Bundesbank*», marzo.

Deutsche Bundesbank (1994d): «*Monetary policy regulations*», informe especial, abril.

Deutsche Bundesbank (1995a): «*The monetary target for 1995*», Monthly Report, enero, págs. 23-32.

Deutsche Bundesbank (1995b): «*Demand for money and currency substitution in Europe*», Monthly Report, enero, págs. 33-49.

Deutsche Bundesbank (1995c): «*Annual Report 1994*», abril.

Instituto Monetario Europeo (1995): «*Annual Report 1994*», abril.

Issing, Otmar u.a. (1992): «*Zinsgewichtete Geldmengenaggregate und M3 - ein Vergleich*», noviembre.

Issing, Otmar (1993a): «*Theoretical and empirical foundations of the Deutsche Bundesbank's monetary targeting*», *Intereconomics*, noviembre/diciembre, págs. 289-300.

Issing, Otmar (1993b): «*Independencia del banco central y estabilidad monetaria*», *Boletín del CEMLA*, vol. XXXIX, N 6, noviembre/diciembre, págs. 268-281.

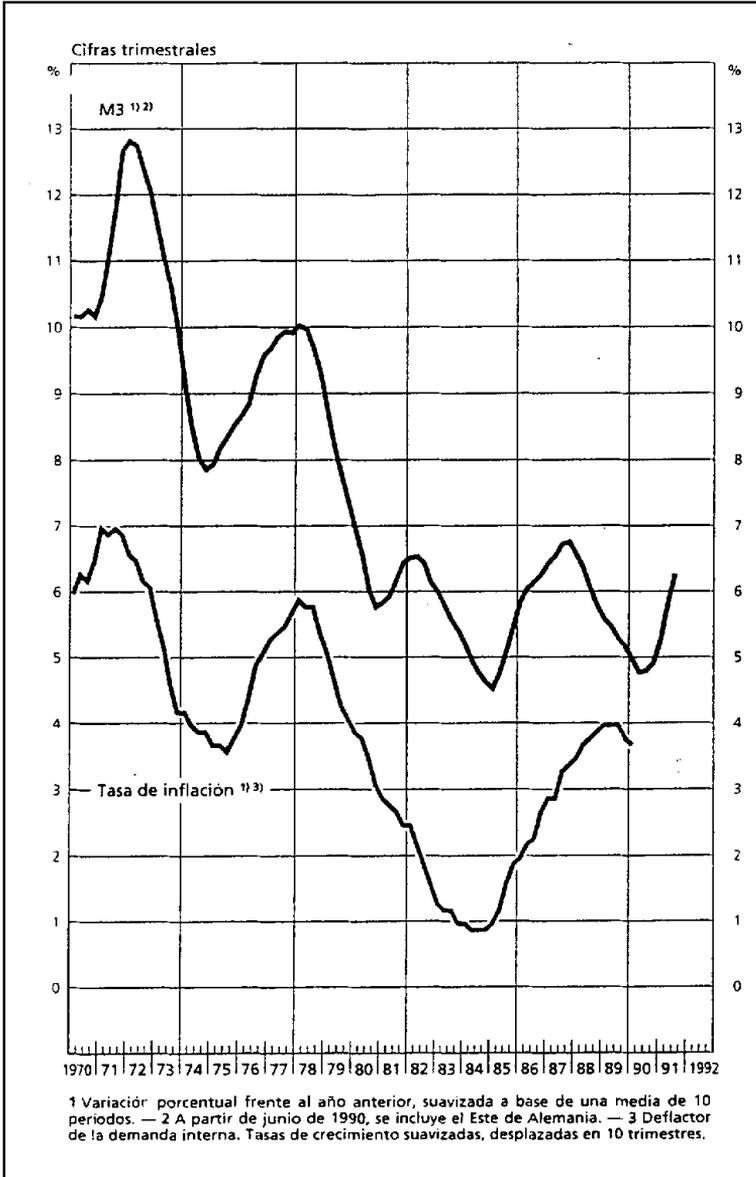
Issing, Otmar (1995): «*Is monetary targeting in Germany still adequate?*», Paper for the Kiel Week Conference «*Monetary policy in an integrated world economy*», 22 de junio.

Vollmer, O. (1995): «*Monetäre Divisia-Indizes - Zweckmäßiger als bisherige Geldmengen-aggregate?*», *Wirtschaftsdienst*, N 3, Vol. 75, marzo, págs. 161-168.

ANEXO

- Cuadro 1:** Evolución de la masa monetaria y de los precios a largo plazo
- Cuadros 2a/b:** Agregados monetarios en Alemania - algunas cifras
- Cuadro 3:** Derivación de la meta monetaria del Bundesbank - algunos ejemplos
- Cuadro 4:** Metas monetarias y su cumplimiento
- Cuadro 5a:** Metas publicadas para la tasa de inflación
- Cuadro 5b:** Metas publicadas para agregados monetarios
- Cuadro 5c:** Sinopsis: Metas intermedias de la política monetaria
- Cuadros 6a-c:** Cumplimiento con cuatro criterios de Maastricht en los años 1992-94
- Cuadro 7:** Disposiciones sobre el encaje legal en la Unión Europea

CUADRO 1
Evolución de la masa monetaria y de los precios a largo plazo



Fuente: Deutsche Bundesbank (1994c), pág. 116.

CUADRO 2a
Agregados monetarios en Alemania - algunas cifras

Pos.	Agregado	1976	1981	1986	1991	1994
1	Circulante*	60,6	84,2	112,2	171,8	225,9
2	Depósitos a la vista (hasta 1 mes de plazo)	126,3	171,1	246,6	432,3	538,2
3	Masa monetaria M1 igual pos. 1 más 2	186,9	255,3	358,7	604,0	764,1
4	Depósitos a plazo fijo hasta 4 años**	11,3	222,9	252,2	480,5	518,6
5	Masa monetaria M2 igual pos. 3 más 4	298,2	478,1	610,9	1084,5	1282,7
6	Depósitos de ahorro	233,8	297,9	439,8	513,1	654,3
7	Masa monetaria M3 igual pos. 5 más 6	532,0	776,0	1050,7	1597,7	1937
8	EURO-depósitos, obligaciones negociables y money market funds	5,4	35,2	50,9	165,1	294
9	Masa monetaria M3 ampliada igual pos. 7 más 8	537,4	811,2	1101,6	1762,8	2231
10	Pasivos del Banco Central***	132,9	172,9	220,9	359,9	356,5
<p>Incluye los 5 nuevos Estados Federados (Länder) en 1991 y 1994; *) Sin existencia en caja de los bancos; **) En bancos nacionales; ***) Efectivo más depósitos en el Bundesbank. Fuente: Deutsche Bundesbank (1994c), pág. 105 e Informes Mensuales.</p>						

CUADRO 2b
Agregados monetarios en Alemania - algunas cifras

en por ciento del Producto Bruto Interno (PBI)						
Pos.	Agregado	1976	1981	1986	1991	1994
0	PBI (prec.de mercado), mil mill. de marcos	1120,5	1535	1925,3	2863,8	3321,1
1	Circulante*	5,41	5,49	5,83	6,00	6,80
2	Depósitos a la vista (hasta 1 mes de plazo)	11,27	11,15	12,81	15,10	16,21
3	Cantidad de dinero M1 igual pos. 1 más 2	16,68	16,63	18,63	21,09	23,01
4	Depósitos a plazo fijo hasta 4 años**	1,01	14,52	13,10	16,78	15,62
5	Cantidad de dinero M2 igual pos. 3 más 4	26,61	31,15	31,73	37,87	38,62
6	Depósitos de ahorro	20,87	19,41	22,84	17,92	19,70
7	Cantidad de dinero M3 igual pos. 5 más 6	47,48	50,55	54,57	55,79	58,32
8	EURO-depósitos, obligaciones negociables de bancos y money market funds	0,48	2,29	2,64	5,77	8,85
9	Cantidad de dinero M3 ampliada igual pos. 7 más 8	47,96	52,85	57,22	61,55	67,18
10	Pasivos del Banco Central***	11,86	11,26	11,47	12,57	10,73
Incluye los 5 nuevos Estados Federados (Länder) en 1991 y 1994; *) Sin existencia en caja de los bancos; **) En bancos nacionales; ***) Efectivo más depósitos en el Bundesbank. Fuente: Deutsche Bundesbank (1994c), pág. 105 e Informes Mensuales.						

CUADRO 3
Derivación de la meta monetaria del Bundesbank - algunos ejemplos

Año	% p.a.								
	Norma de precios	+	Crecimiento real del producto potencial	-	Variación de la velocidad de la circulación del dinero	=	Meta de la masa monetaria (valor central)	Margen de oscilación (+/-)	Banda de crecimiento de M3 (min/max)
	p*	+	y	-	v*	=	m		
1992	2,0	+	2,75	-	-0,5	=	5,25	+0,25/-1,75	3,5-5,5
1993	2,0	+	3,00	-	-1,0	=	6,00	+0,5/-1,5	4,5-6,5
1994	2,0	+	2,50	-	-1,0	=	5,50	+0,5/-1,5	4,0-6,0
1995	2,0	+	2,75	-	-1,0	=	5,75	+0,25/-1,75	4,0-6,0

Fuentes: Deutsche Bundesbank, Annual Report 1991 (1992, 1993) e Informes Mensuales.

CUADRO 4
Metas monetarias y su cumplimiento

Año	Meta: Crecimiento de la base monetaria (modificada) resp. M3 (1)			Realización (aprox.)		Meta alcanzada?
	4° trim.-4° trim. (2)	Promedio anual	Concreción durante el año	4° trim.-4° trim. (2)	Promedio anual	
1975	aprox. 8	-	-	10	-	no
1976	-	8	-	-	9	no
1977	-	8	-	-	9	no
1978	-	8	-	-	11	no
1979	6-9	-	piso	6	-	si
1980	5-8	-	piso	5	-	si
1981	4-7	-	mitad inferior	4	-	si
1982	4-7	-	mitad superior	6	-	si
1983	4-7	-	mitad superior	7	-	si
1984	4-6	-	-	5	-	si
1985	3-5	-	-	5	-	si
1986	3½-5½	-	-	8	-	no
1987	3-6	-	-	8	-	no
1988	3-6	-	-	7	-	no
1989	aprox. 5	-	-	5	-	si
1990	4-6	-	-	6	-	si
1991	3-5 (3)	-	-	5	-	si
1992	3½-5½	-	-	9	-	no
1993	4½-6½	-	-	7	-	no
1994	4-6	-	-	6	-	si
1995	4-6	-	-

1) A partir de 1988: cantidad de dinero M3.

2) Del 4° trim. del año anterior al 4° trim. del año en consideración; 1975: dic. 1974 a dic. 1975.

3) Según meta monetaria ajustada en julio de 1991;

Sectores grises significan cumplimiento con la meta.

Fuentes: *Deutsche Bundesbank (1994a)*, pág. 123; *dto. (1995)*.

CUADRO 5a
Metas publicadas para la tasa de inflación

País	Meta*	Período	Determinado por	Meta intermedia adicionales**
Reino Unido	1 - 4	2½% hasta 1997	Gobierno	M0, M3
Canadá	1 - 3	hasta 1998	Banco Central/ Gobierno	ninguna
Francia	< 2	a partir de 1995	Gobierno	M3, SME
Italia	2	hasta 1996	Gobierno	M2
España	< 3	hasta fines de 1997	Banco Central	ALP, SME
Suecia	2 +/- 1	a partir de 1995	Banco Central	ninguna
Finlandia	2	"	Banco Central	"
Australia	2 - 3	a mediano plazo	Banco Central	"
Nueva Zelanda	0 - 2	a partir de 1993	Banco Central/ Gobierno	"

*) incremento de los precios al consumidor (% p.a.);

***) SME = meta de tipo de cambio en el Sistema Monetario Europeo, ALP = aplicaciones líquidas de no-bancos.

Fuente: Banco de Compensación Internacional de Pagos (1995), pág. 98.

CUADRO 5b
Metas publicadas para agregados monetarios

Crecimiento monetario (%)		1994		1995
País	Agregado	Meta	Realización	Meta
EE.UU.	M2	1 - 5	1,0	1 - 5
	M3	0 - 4	1,4	0 - 4
	TNDS	4 - 8	5,2	3 - 7
Japón	M2 + CD	2 - 3	1,1	3 - 4
Alemania	M3	4 - 6	5,7	4 - 6
Francia	M3	5	1,1	5
Reino Unido	M0	0 - 4	7,0	0 - 4
	M4	3 - 9	5,5	3 - 9
Italia	M2	5 - 7	2,9	5
España	ALP	3 - 7	8,2	<8
Suiza	CBM	1,6	0,6	1
Grecia	M3	8 - 11	8,3	7 - 9

TNDS = endeudamiento total de sectores no financieros en el mercado crediticio interno; M0 = base monetaria (en definición amplia), ALP = aplicaciones líquidas de no bancos, CBM = "central bank money".
Fuente: Banco de Compensación Internacional de Pagos (1995), pág. 84.

CUADRO 5c
Sinopsis: Metas intermedias de la política monetaria

País	Meta intermedia principal	Otras metas intermedias
Alemania	Agregado monetario (M3)	
Reino Unido	Inflación	
Nueva Zelanda	Inflación	Agregados monetarios
Canadá	Inflación	
EE.UU.	Tasa de interés real	Agregados monetarios
Japón	Agregados monetarios	
Austria	Tipo de cambio (DM)	
Bélgica	"	
Dinamarca	"	
Irlanda	"	
Francia	"	Agregados monetarios e inflación
Países Bajos	"	

Fuente: Banco de Compensación Internacional de Pagos (1995); Instituto Monetario Europeo (1955), págs. 128-129; DM = Deutsche Mark (marco alemán).

CUADRO 6a
Cuatro criterios de Convergencia
- 1992 -

	Criterio de convergencia				Cumplimiento General
	Inflación (1)	Interés (2)	Déficit (3)	Deuda (4)	
	%p.a.	%p.a.	%del PBI	%del PBI	
<i>Valor de Referencia</i>	3,6 (5)	10,9 (6)	-3	60	
Alemania	4,0	7,9	-2,6	44,8	no
Bélgica	2,4	8,7	-6,9	131,9	no
Dinamarca	2,1	8,9	-2,6	73,4	no
España	5,9	12,2	-4,6	48,8	no
Francia	2,4	8,6	-3,9	39,2	no
Gran Bretaña	3,7	9,1	-5,9	47,3	no
Grecia	15,9	21,7	-13,2	106,7	no
Irlanda	3,1	9,7	-2,2	91,6	no
Italia	5,1	13,4	-9,5	108,0	no
Luxemburgo	3,2	7,9	-2,5	7,3	si
Países Bajos	3,7	8,2	-3,5	79,7	no
Portugal	8,9	15,4	-5,2	63,5	no
<p>1) Precios al consumidor. 2) Rendimiento de títulos públicos de largo plazo. 3) Incluyendo seguro social. 4) Deuda bruta incluyendo seguro social. 5) Criterio de precios: la inflación no debería ser mayor de 1,5 puntos porcentuales de la inflación en los, a lo sumo, tres países más estables; aquí: país más estable. 6) El rendimiento no debería estar por encima de 2 puntos porcentuales del rendimiento en los, a lo sumo, tres países más estables; aquí: país más estable. Cifras en sectores grises significan cumplimiento con el criterio respectivo. Fuente: Deutsche Bundesbank 1994e: pág. 99.</p>					

CUADRO 6b
Cuatro criterios de Convergencia
- 1993 -

	Criterio de convergencia				Cumplimiento General
	Inflación (1)	Interés (2)	Déficit (3)	Deuda (4)	
	% p.a.	% p.a.	% del PBI	% del PBI	
<i>Valor de Referencia</i>	2,7 (5)	9,3 (6)	-3	60	
Alemania	4,2	6,5	-3,3	48,1	no
Austria	3,6	6,8	-4,1	57,0	no
Bélgica	2,8	7,2	-6,6	138,9	no
Dinamarca	1,2	7,3	-4,4	79,5	no
España	4,6	10,2	-7,5	59,8	no
Finlandia	2,1	8,2	-7,2	62,0	no
Francia	2,1	6,8	-5,8	45,8	no
Gran Bretaña	1,6	7,5	-7,8	48,3	no
Grecia	14,5	23,4	-13,3	115,2	no
Irlanda	1,4	8	-2,5	96,1	no
Italia	4,5	11,3	-9,5	118,6	no
Luxemburgo	3,6	6,9	1,1	7,8	no
Países Bajos	2,6	6,4	-3,3	81,4	no
Portugal	6,5	12,4	-7,2	66,9	no
Suecia	4,6	8,5	-13,3	83,5	no

1) Precios al consumidor.

2) Rendimiento de títulos públicos de largo plazo.

3) Incluyendo seguro social.

4) Deuda bruta incluyendo seguro social.

5) Criterio de precios: la inflación no debería ser mayor de 1,5 puntos porcentuales de la inflación en los, a lo sumo, tres países más estables; aquí: país más estable.

6) El rendimiento no debería estar por encima de 2 puntos porcentuales del rendimiento en los, a lo sumo, tres países más estables; aquí: país más estable.

Cifras en sectores grises significan cumplimiento con el criterio respectivo.

Fuente: Deutsche Bundesbank 1995c; pág. 105.

CUADRO 6c
Cuatro criterios de Convergencia
- 1994 -

	Criterio de convergencia				Cumplimiento General
	Inflación (1)	Interés (2)	Déficit (3)	Deuda (4)	
	% p.a.	% p.a.	% del PBI	% del PBI	
<i>Valor de Referencia</i>	2,6 (5)	10,4 (6)	-3	60	
Alemania	3,0	6,9	-2,5	50,2	no
Austria	3,0	7,0	-4,4	58,0	no
Bélgica	2,4	7,8	-5,5	140,1	no
Dinamarca	2,0	7,8	-4,3	78,0	no
España	4,8	10,0	-7,0	63,5	no
Finlandia	1,1	8,4	-4,7	70,9	no
Francia	1,7	7,2	-5,6	50,4	no
Gran Bretaña	2,4	7,5	-6,3	50,4	no
Grecia	10,9	20,8	-14,1	121,3	no
Irlanda	2,3	8,1	-2,4	89,0	no
Italia	4,0	10,6	-9,6	123,7	no
Luxemburgo	2,2	6,4	1,3	9,2	si
Países Bajos	2,7	6,9	-3,8	78,8	no
Portugal	5,3	10,8	-6,2	70,4	no
Suecia	2,2	9,5	-11,7	93,8	no

1) Precios al consumidor.

2) Rendimiento de títulos públicos de largo plazo.

3) Incluyendo seguro social.

4) Deuda bruta incluyendo seguro social.

5) Criterio de precios: la inflación no debería ser mayor de 1,5 puntos porcentuales de la inflación en los, a lo sumo, tres países más estables; aquí: país más estable.

6) El rendimiento no debería estar por encima de 2 puntos porcentuales del rendimiento en los, a lo sumo, tres países más estables; aquí: país más estable.

Cifras en sectores grises significan cumplimiento con el criterio respectivo.

Fuente: Deutsche Bundesbank 1995c; pág. 105.

CUADRO 7
Disposiciones sobre el encaje legal en la UE - fin de 1994 -

	Tasa (%)	Período de cálculo de la exigencia	Período de cumplimiento	Desfasaje?*	Posibilidad de cumplimiento en el promedio del período?	Cumplimiento (parcial) con caja?	Carry over?	Remuneración
Alemania	2,0/5,0**	1 mes	1 mes	15 días	si	si***	no	no
Austria	6,0-9,0	1 mes	1 mes	15 días	si	si	no	no
España	2,0	10 días	10 días	2 días	si	no	no	no
Finlandia	1,0-2,0	1 día	1 mes	60 días	no	no	no	no
Francia	0,5/1,0	1 día	1 mes	15 días	si	si	si	no
Gran Bretaña	0,35	6 meses	6 meses	a tox. o meses	no	no	no	no
Grecia	9,0	1 mes	1 mes	60 días	no	si	si	si
Irlanda	3,0	1 día	1 mes	50 días	no	si	no	si
Italia	15,0	1 mes	1 mes	45 días	si	no	no	si
Países Bajos	cambios frecuentes	3 meses	variable	variable	no	no	no	si
Portugal	2,0	7 días	7 días	3 días	si	no	no	no

Bélgica, Dinamarca, Luxemburgo y Suecia: actualmente ninguna obligación de encaje.

*) Período entre el fin del período de cálculo y el fin del período de cumplimiento; **) 1,5 desde el 1.8.95; ***) "no" desde el 1.8.95.

Fuente: Instituto Monetario Europeo (1995), págs. 130/131.