

SOBRE LAS POSIBLES REPERCUSIONES EN ESPAÑA DE LA POLÍTICA MONETARIA EUROPEA

José Luis Malo de Molina

El trabajo de Jordi Galí sobre "La política monetaria europea y sus posibles repercusiones sobre la economía española" aborda, desde una perspectiva analítica rigurosa, los problemas que tendrá que abordar la economía española dentro de la unión monetaria, como consecuencia de la renuncia a la soberanía nacional en el manejo de la política monetaria. En el nuevo escenario, parece sensato plantearse -como hace el autor- los siguientes interrogantes: ¿el tono de la política monetaria única será apropiado para la situación macroeconómica española? ¿cuales son los costes potenciales de los desajustes que se pueden producir entre la evolución económica española y la del conjunto del área del euro, que será la determinante de la política monetaria única? y finalmente ¿cómo se comparan los posibles costes que implican los procesos de ajuste dentro de la unión monetaria con los que se producirían en una hipotética situación de no participación en la misma?.

En el trabajo que se comenta se pretende responder a estas preguntas en tres escalones sucesivos. En primer lugar, se intenta anticipar la caracterización de la política monetaria única mediante la estimación de la función de reacción de la regla de Taylor en la zona del euro. En segundo lugar, se recurre a la comparación de los resultados de la estimación de la regla de Taylor a nivel nacional con los que se derivan de la estimación realizada para la zona euro con el fin de obtener unos índices de tensión monetaria que deben servir para señalar la existencia de desajustes entre la política monetaria única de la zona

euro y lo que serían los requisitos domésticos de cada economía nacional. Finalmente, se realizan unos ejercicios de simulación, basados en unos modelos econométricos muy estilizados, para comparar los procesos de ajuste que sufriría una economía como la española en las situaciones alternativas de participar o no en la unión monetaria.

Antes de abordar el contenido y los resultados de los ejercicios diseñados conviene realizar unos comentarios metodológicos. El enfoque adoptado es ciertamente muy especulativo y tiene una lícita finalidad publicitaria -como se señala en la primera nota a pie de página- sobre la utilidad práctica de los instrumentos y de los conceptos utilizados por la teoría económica y la econometría a la hora de fundamentar las decisiones de política económica y de calibrar sus consecuencias. Desde esta perspectiva, puede decirse que el esfuerzo publicitario es exitoso, pero también intelectualmente honesto porque mantiene, en todo momento, el equilibrio entre la defensa y justificación de los modelos utilizados y las cautelas y limitaciones que necesariamente se derivan de su alto grado de estilización.

Este equilibrio es especialmente necesario para interpretar debidamente los resultados alcanzados en las estimaciones de la regla de Taylor. Las funciones estimadas constituyen, sin duda, una adecuada representación "a posteriori" del comportamiento de los bancos centrales. Es un resultado que no debe sorprender, porque la regla de Taylor recoge, a grandes rasgos, algunos aspectos inherentes a todo comportamiento sensato de la política monetaria. Independientemente del "orden lexicográfico" -según la terminología acuñada por Charles Wyplosz- con el que se formulen los objetivos monetarios con el fin de otorgar nítidamente la prioridad a la estabilidad de precios, la inflación no es lo único importante para la política monetaria. El ritmo al que se reduzca la inflación y los costes que pueda comportar la senda que se elija, también son relevantes para las decisiones de política monetaria. Existen, además, asimetrías y no linealidades que hacen que tasas pequeñas, pero positivas, de inflación sean preferibles a la deflación. En realidad, cuando la tasa de inflación

se encuentra por debajo de cierto umbral, que puede considerarse compatible con la estabilidad de los precios, no está claro que menos inflación sea siempre lo mejor, por lo que la estabilización del crecimiento del "output" puede, entonces, ser un criterio determinante para la conducción de la política monetaria. Todo ello avala la sensatez de los resultados que se alcanzan mediante la estimación de la regla de Taylor.

Ahora bien, estos resultados empíricos no permiten la interpretación de la función de reacción de Taylor estimada como regla de conducta que prefigure el manejo futuro de los tipos de interés por parte del BCE. Las decisiones en este terreno se basarán en un diagnóstico completo y complejo de las condiciones monetarias del área euro en su conjunto, de acuerdo con el modelo de objetivos monetarios diseñado, de manera que aunque a largo plazo se ajusten aproximadamente a la regla de Taylor, a corto plazo se pueden producir desviaciones importantes, como lo muestra la magnitud y la volatilidad de la brecha entre los valores estimados y observados en los casos estudiados. Igualmente, en la medida en que la regla de Taylor no es un buen predictor de la conducta a corto plazo del BCE tampoco es una buena base sobre la que poder establecer la transparencia y la rendición de cuentas de la política monetaria europea. Todo lo cual nos viene a recordar que la modelización de la conducta de los gestores de la política monetaria es siempre una tarea ardua, porque las restricciones bajo las que actúan son siempre complejas y sus preferencias distan de ser homogéneas y estáticas.

Los índices de tensión monetaria son una aplicación útil e inteligente de la regla de Taylor. Su estimación en el caso español permite obtener un doble mensaje de indudable interés. Hacia el pasado muestran lo tardío de nuestro proceso de convergencia, hacia el futuro indican que los riesgos de que reaparezcan diferenciales de inflación con la zona euro no son desdeñables, como consecuencia de que la política monetaria común sea menos restrictiva de lo que pudieran requerir los condicionantes macroeconómicos domésticos. Cabe esperar que el exceso de volatilidad de la inflación española desaparezca al

implantarse el régimen de la política monetaria única, pero ello depende de otras cuestiones, como la conducta de los componentes de la política económica que se mantienen bajo soberanía nacional, la adaptación de los agentes económicos y de las transformaciones estructurales de la economía que la propia unión monetaria induzca. Cuestiones todas ellas que distan de ser predecibles y cuya consideración desbordan el marco tan estilizado del modelo de la regla de Taylor.

Las limitaciones generadas por la utilización de modelos muy estilizados se hacen más agudas cuando se pretende evaluar comparativamente los procesos de ajuste de una economía en los casos de integración o no en la unión monetaria. El único mecanismo de ajuste que actúa en el modelo utilizado es el que transcurre a través del tipo de cambio real, que en el caso de una economía integrada queda reducido al diferencial de inflación. Esta simplificación es la que explica que la variabilidad del "output" sea mayor en la economía no integrada y que el ajuste de la economía integrada sea más lento. Existe un canal de transmisión muy importante a través de los costes relativos y de su influencia sobre los excedentes empresariales que tiende a transmitir muy rápidamente el desalineamiento de precios a ajustes en la producción. En presencia de este canal, que no es considerado por el modelo utilizado, no es razonable esperar que la economía integrada se adapte con lentitud, sino que la reacción de la producción y el empleo sería probablemente más rápida y más intensa de lo que se deriva del modelo estimado. Por otro lado, el ajuste de la economía virtual fuera de la unión monetaria tampoco se produciría como el modelo preconiza. Se generarían, con toda probabilidad, sobre-reacciones del tipo de cambio que inducirían presiones inflacionistas importantes. En este escenario, la política monetaria doméstica se vería abocada a adoptar con relativa urgencia un tono restrictivo que terminaría generando una recesión rápida y profunda, de manera que el margen de flexibilidad que suministra el mantenimiento de la soberanía nacional sobre la política monetaria se acabaría

revelando, en presencia de fuertes movimientos transfronterizos de capital, como más teórica que real.

En definitiva, la consideración de unos mecanismos de ajuste más complejos, pero más realistas, que los contemplados por los modelos formulados no altera el balance global de los costes y beneficios de la integración frente a la no participación en la unión monetaria, que sigue decantándose por la primera opción. Sin embargo, lo que no parece posible pensar es que los ajustes que se pueden producir en situación de unión monetaria vayan a ser relativamente suaves en términos de producción y empleo. Si en dicha situación aparecen diferenciales de inflación, el resultado puede ser una recesión rápida y profunda, porque el ajuste transcurre principalmente, en ausencia de la flexibilidad del tipo de cambio, a través de las cantidades: es decir la producción y el empleo. Este es un resultado muy importante, cargado de implicaciones de política económica, que no debe perderse de vista para garantizar la armonía y el éxito de la integración de la economía española en la unión monetaria.