

## LOS EFECTOS DE LA PRIMERA SUBIDA DEL BCE

Ignacio Carnicero y Rita Sánchez

### 1. El Banco Central Europeo se adelanta a los acontecimientos

En el momento en el que el BCE decidió elevar sus tipos de referencia, la coyuntura económica no exigía un cambio de política monetaria de manera inmediata, pero ya comenzaban a detectarse ciertos síntomas que aconsejaban un tensionamiento con el fin de evitar rebrotes preocupantes de la inflación en el medio plazo, entre ellas las mejores perspectivas que se manejaban para la evolución de la economía del Área Euro, que en el año 2000 podría alcanzar un crecimiento cercano al 3 por 100, cifra similar a la que se contempla para el crecimiento de Estados Unidos. Por tanto, este escenario era compatible con una elevación de tipos, hasta los niveles en los que se encontraban al iniciarse la UME, ya que garantizaba niveles de inflación que aseguraban un crecimiento económico sostenido.

Por el lado de la inflación, el incremento de los precios del petróleo está representando una amenaza para su evolución, si bien el incremento de los costes de la energía no se está trasladando a los precios finales de manera inmediata. Sin embargo, en los últimos meses hay que añadir el repunte que están comenzando a mostrar los precios de los alimentos y otras materias primas. Todo este cúmulo de circunstancias está empujando al alza los precios, y los países tradicionalmente menos inflacionistas —Alemania y Francia— alcanzan ya en octubre tasas de inflación cercanas al 1 por 100. En cuanto a las economías periféricas, continúan siendo las más inflacionistas, con España e Irlanda a la cabeza, al presentar variaciones interanuales superiores al 2 por 100. Las previsiones anticipan una mayor aceleración de los precios al consumo que podría llevar la inflación hasta registros del 1,5 por 100 el próximo año. En cualquier caso, el Banco Central Europeo se ha mostrado confiado con el

cumplimiento de su objetivo del 2 por 100, no contemplando inflaciones superiores a este registro, al menos en los tres próximos años.

Además, cada vez se contaba con mayores evidencias de recuperación en el conjunto del área, pese a las diferencias existentes entre las diferentes economías. En lo que al núcleo central se refiere, mientras que Francia comenzaba a revelarse como una de las más dinámicas, tanto en el ámbito de la producción como en el del consumo privado, Alemania no terminaba de encaminarse por una senda clara de recuperación, siendo en la esfera del gasto personal donde esta debilidad era más patente. Por su parte, Italia mostraba un escenario a medio camino entre las dos anteriores. En cuanto a las economías periféricas, la fortaleza que muestra su consumo privado es una de las características más relevantes, presentando este componente crecimientos interanuales por encima del 3 por 100 en países como España y Portugal. Más homogéneo en toda el área está siendo la importancia de la reactivación del sector exterior como motor impulsor del crecimiento económico, gracias a unas exportaciones que están mostrando una sustancial aceleración en los últimos meses.

La incipiente reactivación que comienza a mostrar el Área Euro tendrá continuidad en el medio plazo, tal y como anticipa la evolución que las encuestas de clima económico vienen mostrando en los últimos meses. De hecho, las previsiones de diversos organismos internacionales barajan tasas de crecimiento para el 2000 en torno al 2,8 por 100–2,9 por 100, tras el 2,1 por 100 con el que se confía se concluya el año en curso. De entre todos estos organismos, el que más optimista se muestra es la Comisión Europea, ya que contempla un escenario en el que el PIB puede concluir el presente año con un crecimiento del 2,1 por 100, acelerándose hasta el 2,9 por 100 en el 2000.

CUADRO 1  
PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS DE LA UNIÓN EUROPEA

	CRECIMIENTO ECONÓMICO (1)			INFLACIÓN			TASA PARO		
	1998	1999 (p)	2000(p)	1998	1999 (p)	2000(p)	1998	1999 (p)	2000(p)
Bélgica .....	2,9	1,6	2,8	1,1	1,1	1,5	8,8	7,7	7,1
Alemania .....	2,0	1,5	2,6	0,9	0,6	1,4	11,1	10,5	10,1
España .....	4,0	3,6	3,6	1,8	2,2	2,1	18,8	16,0	15,3
Finlandia.....	5,3	3,3	3,7	1,5	1,1	1,8	11,4	10,4	9,5
Francia .....	3,4	2,5	3,0	0,6	0,6	1,1	11,8	11,2	10,5
Irlanda.....	11,9	8,1	6,9	2,7	1,9	2,6	7,8	7,4	6,2
Italia .....	1,3	1,2	2,3	2,0	1,7	1,8	11,8	11,6	11,4
Luxemburgo .....	5,7	3,2	3,3	1,4	1,4	1,7	2,8	2,3	2,2
Holanda.....	3,7	3,0	2,9	2,0	2,2	2,1	4,0	3,1	2,6
Portugal.....	3,5	3,1	2,9	2,7	2,6	2,6	4,9	4,7	4,6
Austria.....	3,3	2,1	2,6	1,0	0,6	1,3	4,4	4,3	4,2
ZONA EURO.....	2,9	2,0	2,6	1,2	1,2	1,4	10,9	10,4	9,9
Dinamarca.....	2,7	1,5	2,0	1,8	2,2	2,3	5,1	4,6	4,8
Reino Unido.....	2,2	1,7	2,8	2,0	2,2	2,2	4,7	4,4	4,2
Grecia.....	3,7	3,1	3,6	4,8	2,5	2,3	9,6	9,4	9,2
Suecia.....	2,9	3,6	3,5	0,4	0,4	1,5	8,2	7,8	7,6
UE-15.....	2,8	2,1	2,7	1,4	1,3	1,7	10	9,6	9,2

(e) Estimaciones. (p) Previsiones. Previsiones AFI para España

(\*) Tasa media de aumento del PIB real

Fuente: Consensus Forecst Inc., Comisión Europea y elaboración propia

## 2. Reacción de los mercados a la decisión del Banco Central Europeo

La decisión no provocó efectos destacables en los mercados, dadas las repetidas advertencias realizadas desde el BCE sobre la posible subida. Las curvas de tipos de interés se habían venido tensionando desde la última decisión de bajada de tipos realizada el 4 de abril y, especialmente, a partir del movimiento de la Fed del 30 de junio. Finalmente, el BCE, ante el tensionamiento del mercado, validó las expectativas de los agentes elevando sus tipos de referencia. La mayor transparencia que ha tratado de mostrar la autoridad monetaria en sus movimientos de tipos explica, en gran medida, la ausencia de reacción por parte de los mercados, que interpretaron positivamente la subida.

El impacto en el mercado de este patrón de comportamiento se puede observar a través de las series de futuros sobre tipos de interés a corto plazo de la zona euro. En este sentido, el tipo a tres meses negociado para junio del año 2000, después de ascender desde 3,81 por 100 a principios de mes a 4,05 por 100, volvió a corregir hasta los niveles actuales del 3,9 por 100 (habiéndose relajado, incluso, hasta mínimos de 3,66 por 100) (gráfico 1).

Conclusiones similares pueden extraerse si analizamos el movimiento de la curva de rentabilidades de la deuda pública. El bono alemán del tramo a 10 años de referencia en la zona euro pasó de unos valores de TIR de 5,16 por 100 a principios de octubre, a registrar repuntes hasta 5,45 por 100-5,50 por 100 el día 20 de ese mes. Una vez alcanzados estos máximos, el mercado ha dibujado una senda de caída que sólo se ha interrumpido en las últimas semanas de noviembre.

En esta misma dirección hay que interpretar el comportamiento de rentabilidades de las curvas de deuda pública, que han sufrido un importante aplanamiento en los plazos más largos durante los dos últimos meses. La caída de rentabilidades a partir del plazo de 5 años no es ajena a la relajación de las primas por riesgo que los inversores a más largo plazo estaban sufriendo como consecuencia de las incertidumbres sobre el control de la inflación en Europa. La importante pendiente de la curva estaba reflejando estos desajustes, que se irán neutralizando a medida que se revisen al alza los tipos de referencia (gráfico 2).

En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro frente al dólar, que presentó una

GRÁFICO 1  
FUTUROS A CORTO PLAZO DEL EURO

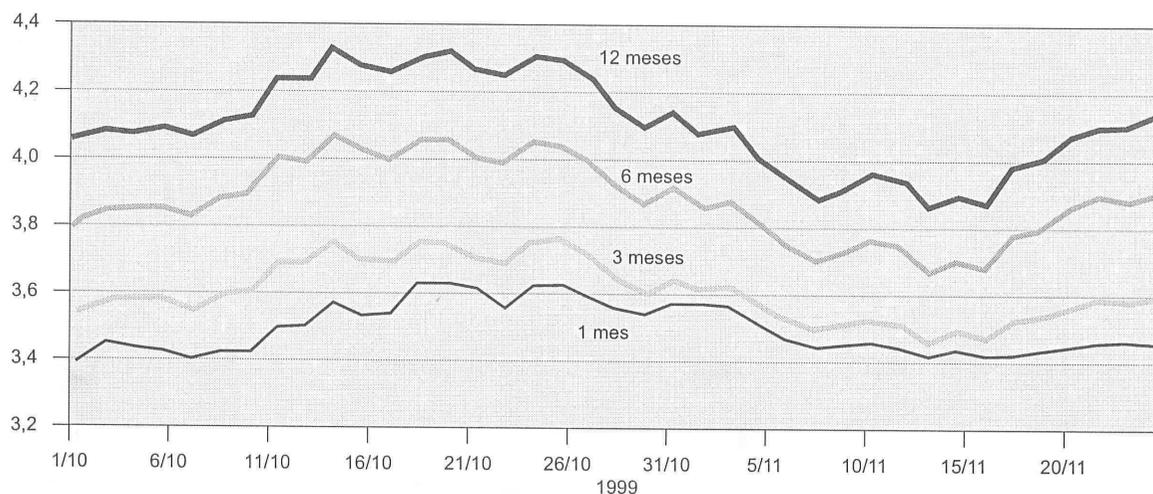
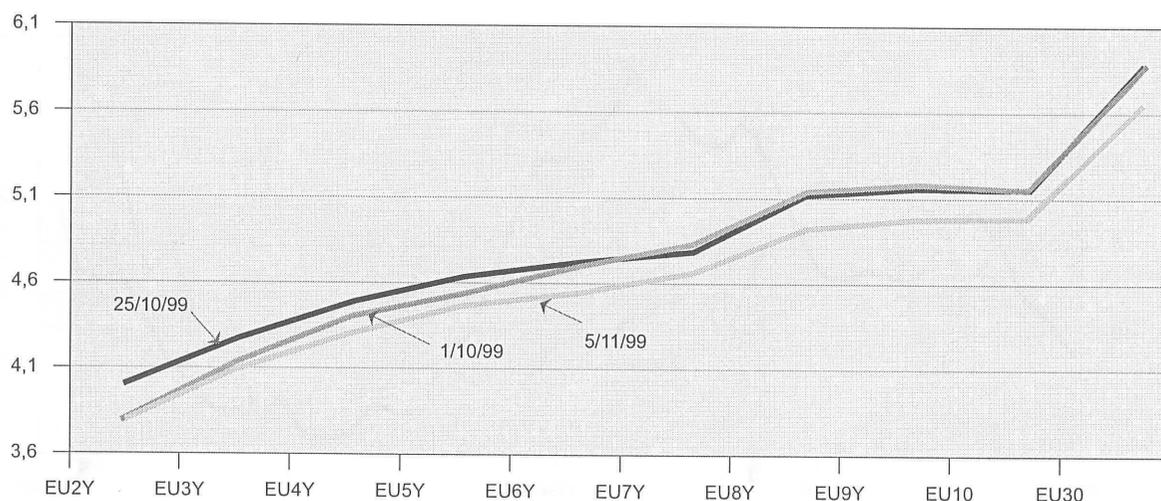


GRÁFICO 2  
ESTRUCTURA DE TIPOS DE INTERÉS EN EL ÁREA EURO



caída continua desde máximos algo superiores al 1,085 a mediados de octubre, sólo se vio afectado por la subida de tipos de modo temporal al frenar su declive. Posteriormente, la divergencia cíclica entre Estados Unidos y Europa ha sido determinante en las cesiones del euro hacia mínimos cercanos a la paridad del euro con el dólar (gráfico 3).

### 3. Hay margen para nuevas subidas

Es evidente que la subida de tipos del Banco Central Europeo de diciembre no será un movimiento aislado, sino el inicio de una senda alcista que se prolongaría durante todo el 2000. Todas las previsiones apuntan a que el crecimiento del Área podría alcanzar casi un 3 por 100 el próximo año, desde el 2 por 100 contemplado para este año. Buena parte de esta reactivación descansará en la aceleración que se anticipa para Alemania, cuyo PIB podría cre-

GRÁFICO 3  
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DÓLAR/EURO

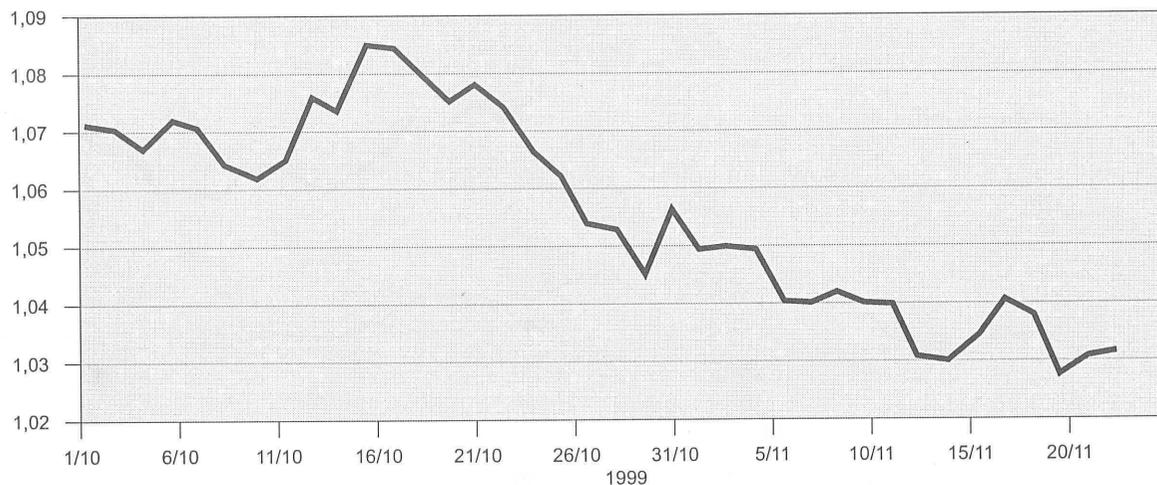
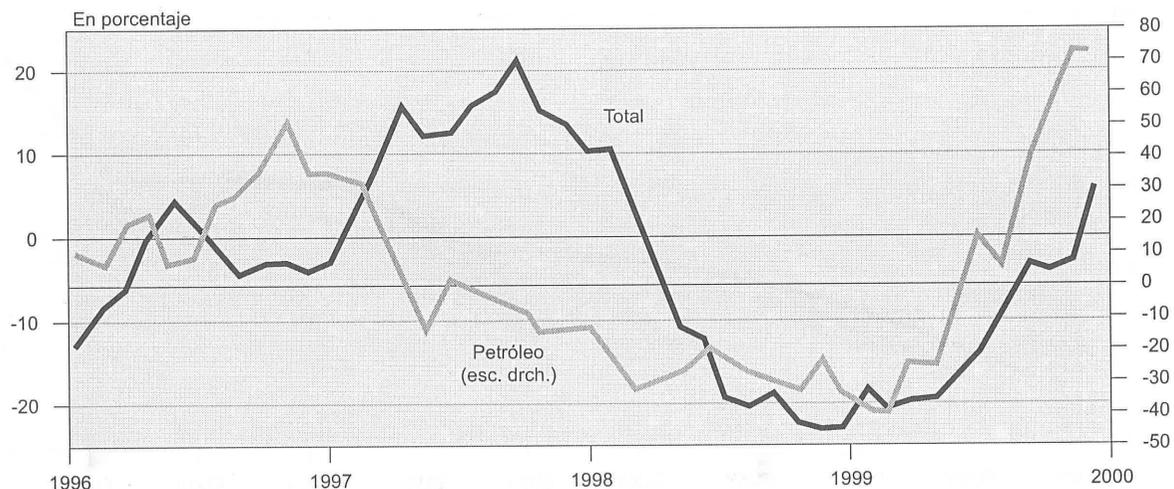


GRÁFICO 4  
ÍNDICE ECONOMIST DE MATERIAS PRIMAS (Tasa interanual)

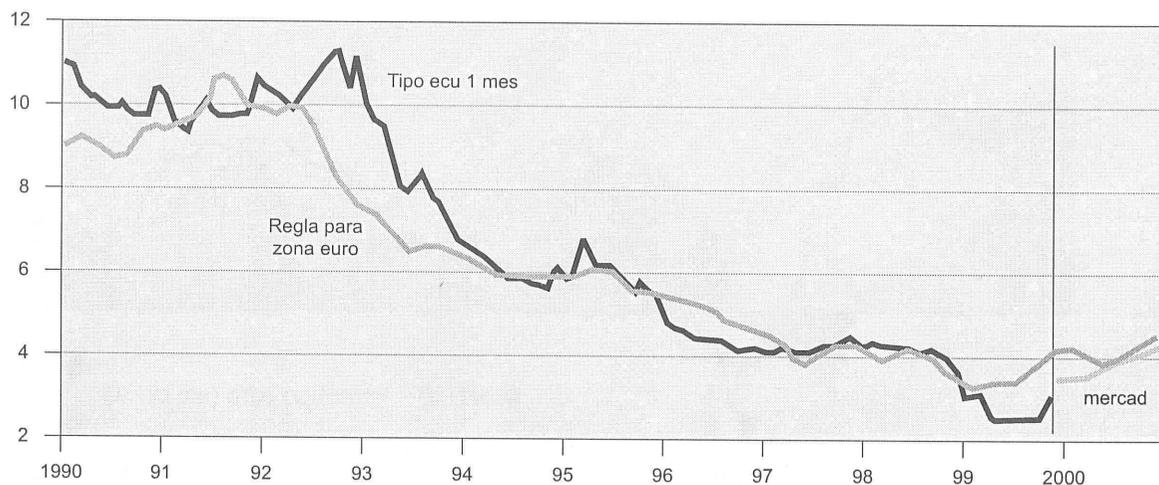


cer cerca de un 3,2 por 100. Varios son los factores que permiten contemplar el futuro de la economía germana con cierto optimismo: el índice IFO de expectativas empresariales se encuentra en máximos de los dos últimos años y diversas encuestas de clima industrial apuestan claramente por una mejoría de su actividad. También Italia contribuirá de manera decisiva al impulso del Bloque Euro, gracias al empuje que para la economía alpina representa la recuperación de las economías asiáticas. Baste

recordar que Italia es el país del Área Euro más asiaticado ya que sus ventas a la zona representan cerca de un 4 por 100 de su PIB. El resto de países, aunque en menor medida, creemos que también contribuirá de forma generalizada a acelerar el ritmo de expansión económica en el 2000 (gráfico 4).

Este escenario de mayor crecimiento a nivel global también tendrá su impacto sobre la evolución de los precios. La mayor presión de la

GRÁFICO 5  
TIPO DE INTERVENCIÓN Y REGLA MONETARIA PARA EL ÁREA EURO



demanda por parte de los países en vías de desarrollo ya está teniendo su efecto sobre la evolución de los precios de las materias primas, que ya han abandonado mínimos históricos y han comenzado a dibujar una clara senda ascendente. Además, la prolongación de la política de recortes, por parte de los países productores, impedirá nuevas relajaciones del precio del crudo, si bien no creemos factible que el barril de Brent pueda mantener por periodos largos de tiempo cotizaciones superiores a 27 dólares. En consecuencia, con este escenario, la inflación continuará subiendo, si bien en ningún momento se pondrá en peligro el objetivo del 2 por 100 del BCE.

Por tanto, con las previsiones alcistas que se manejan tanto para la inflación como para la aceleración del crecimiento económico del Área Euro, hemos elaborado la regla de Taylor para determinar cual sería la senda de tipos de interés que se correspondería con ese escenario. Como se observa en el gráfico adjunto, a través de la regla es razonable anticipar tipos de interés en referencias cercanas al 4 por 100 a finales del 2000. También los futuros a tres meses del euro descuentan una senda de tipos similar, y para diciembre del próximo año se anticipan tipos de referencia ligeramente por encima de ese 4 por 100. Nuestras previsiones contemplan una evolución similar al mercado, si bien nos mostramos más cautos y no apostamos por subidas que lleven al tipo

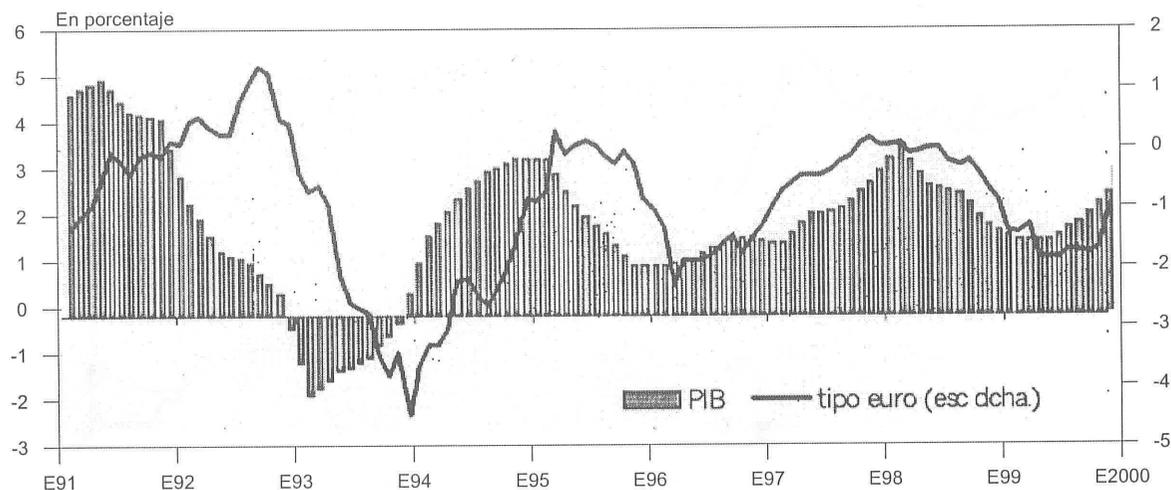
repo a niveles superiores al 3,75 por 100 (gráfico 5).

#### 4. Efectos de las decisiones de política monetaria sobre el crecimiento económico

Una vez conocidos los elementos que condicionan las actuaciones de política monetaria, cabe hacerse la siguiente pregunta: ¿qué efectos han tenido sobre el crecimiento económico las variaciones de tipos de interés? (gráfico 6).

Como se observa, la senda más acusada de descenso de los tipos de interés se produce en el periodo que abarca desde el cuarto trimestre de 1992 hasta comienzos de 1994, momento en el cual el PIB del Área Euro presentó un retroceso del 0,6 por 100. La senda de descensos iniciada por los tipos los condujo a comienzos de 1994 hasta niveles 4,5 puntos porcentuales inferiores a los alcanzados un año antes. Los efectos de estas bajadas no se hicieron esperar y el PIB retomó de nuevo tasas de crecimiento interanuales positivas, que se tradujeron en un crecimiento en 1994 del 2,5 por 100. En cualquier caso, con herramientas tan sencillas resulta muy difícil separar los efectos impulsores de políticas monetarias laxas de otros elementos que pueden estimular el crecimiento económico. Entre estos factores se encontrarían, entre otros, una mejoría de la coyuntura internacional y la aplicación de políticas fisca-

GRÁFICO 6  
 PIB Y VARIACION DE TIPOS EN EL AREA EURO (Variación interanual)



les expansivas. Sin embargo, lo que está fuera de toda duda es que, en el Área Euro, periodos de tensionamiento de tipos han venido seguidos de etapas de menor ritmo de crecimiento económico. En cualquier caso, las previsiones para la evolución del área en lo que resta de año son bastante favorables y no se contempla que en el corto plazo la subida de los tipos de referencia vaya a tener efectos desaceleradores sobre el PIB.

### 5. Evolución de los tipos de interés y el euro

La conclusión fundamental de las perspectivas de mercado a medio plazo es que la senda de tipos de interés futura se prevé tensionadora. En el mercado de deuda, aunque hasta final de año no se esperan movimientos relevantes, dada la situación de cierre de posiciones ante el final del ejercicio y toda vez que el mercado ha asimilado ya la relajación producida tras la decisión del BCE, se está viviendo un importante repunte de las rentabilidades de los tipos a corto acompañados además con una importante inclinación de la curva para estos plazos. Este movimiento que se da a ambos lados del Atlántico, es coherente con nuestras perspectivas de movimientos de tipos de referencia que apuntan a una continuación de las subidas, tanto del BCE como de la Fed, para comienzos del año que viene.

Por otra parte, los tipos de interés reales se

han ido manteniendo estables, a pesar de los movimientos de los tipos de referencia. Con el 1,0 por 100 de inflación en mayo y unos tipos de interés del 2,5 por 100, el tipo de interés real se situaba en el 1,5 por 100. La nueva subida de tipos, unida al repunte en la inflación prevista para fin de año, puede provocar que estos tipos reales vuelvan a sus niveles previos, lo que confirmaría el carácter de "preventivo", señalado por el BCE, en la explicación de su decisión. Será inevitable en todo caso, que los tipos reales se vean empujados al alza a medida que el BCE adecue su política monetaria a la mejoría del ciclo (gráfico 7).

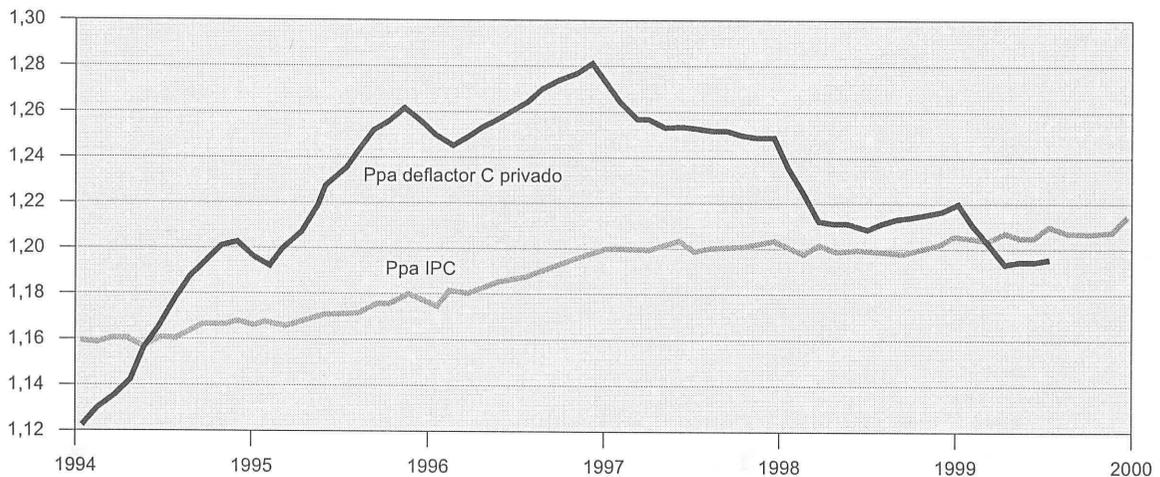
Respecto al tipo de cambio podemos utilizar una medida sencilla como es la paridad del poder adquisitivo para analizar la idoneidad de su situación. Utilizando los datos de la zona euro frente a Estados Unidos, podemos observar que su valor de equilibrio está cercano a 1,2 dólares por euro, tanto si usamos el dato de IPC para el nivel de precios como si utilizamos el deflactor del consumo privado. Sería algo inferior (y por tanto, recogería una menor infravaloración) si se corrigiese a la inflación de la sobrevaloración derivada de la metodología empleada para el cálculo del IPC y que, según algunos informes, podría estimarse en 6 ó 7 décimas. Dado que últimamente el euro se mueve en un rango muy cercano a la relación 1 dólar por cada euro, se puede concluir que se encuentra teóricamente infravalorado respecto a su nivel de referencia tendencial. El arrastre

GRÁFICO 7  
TIPOS REALES A TRES MESES DEL EURO(\*)



(\*) Hasta enero 1999 tipos a tres meses de Alemania.

GRÁFICO 8  
PPA DÓLAR /EURO



por el aumento de confianza que la confirmación de las perspectivas de crecimiento de la zona traería consigo, podría marcar la recuperación de su cotización. No obstante, existen ciertos riesgos a la evolución de la moneda europea que hay que tener en cuenta para entender mejor su debilidad actual. Entre ellos destaca la posición relativa frente a su principal referencia competidora: el dólar. En tanto en cuanto las economías latinoamericanas utilizan principalmente esta última como medio de pago, la aceleración de su crecimiento puede

lastrar esta tendencia fundamental. La histórica posición dominante de la moneda norteamericana en los mercados podría seguir teniendo un importante efecto a corto plazo (gráfico 8).

## 6. Conclusiones

Como ya se ha argumentado en los epígrafes anteriores, el Banco Central Europeo se encontrará con un escenario que favorecerá nuevas subidas de sus tipos de interés de referen-

cia. Los mercados, conscientes de esta nueva situación, podrían reaccionar a nuevos tensionamientos de la política monetaria de manera similar a lo observado en el movimiento de noviembre, es decir, intentando anticiparse a las futuras decisiones, que se esperan suficiente-

mente anunciadas y transparentes. Asimismo, nuevas elevaciones de tipos favorecerían la evolución de la divisa europea, para la que vemos recuperaciones a lo largo del próximo año hasta referencias cercanas a 1,12 dólares por euro.