

EL PAPEL DEL BCE EN UN ÁREA EURO HETEROGÉNEA

María José Huete García
David Cano Martínez (*)

1. INTRODUCCIÓN

Durante los últimos tres años la evolución económica del Área Euro ha venido caracterizada por una elevada atonía. Buena parte de este comportamiento no es más que la consecuencia directa de un patrón de crecimiento excesivamente dependiente del sector exterior y que hace a esta economía especialmente vulnerable a factores de riesgo como un encarecimiento fuerte del precio del petróleo o una elevada apreciación del tipo de cambio del euro. El mantenimiento durante tres años de unas condiciones monetarias y financieras extraordinariamente laxas no han servido de nada para estimular la demanda doméstica, tomando el relevo al sector exterior. Y la nula efectividad en este aspecto de la política monetaria del BCE plantea dudas sobre la conveniencia de recortes adicionales de los tipos. Las dudas sobre esta cuestión se incrementan si se realiza un análisis más minucioso de las características económicas de cada uno de los países miembros, que revela una elevada heterogeneidad entre los países, no sólo en términos de crecimiento económico sino también de inflación, cuyo principal factor explicativo es el distinto grado de compromiso de sus gobiernos en la aplicación de reformas estructurales. En un contexto como éste, ¿cual es la mejor forma en que el BCE puede (o pudo) contribuir a la reactivación sostenida de la economía? A esta cuestión trataremos de dar respuesta a través del presente artículo.

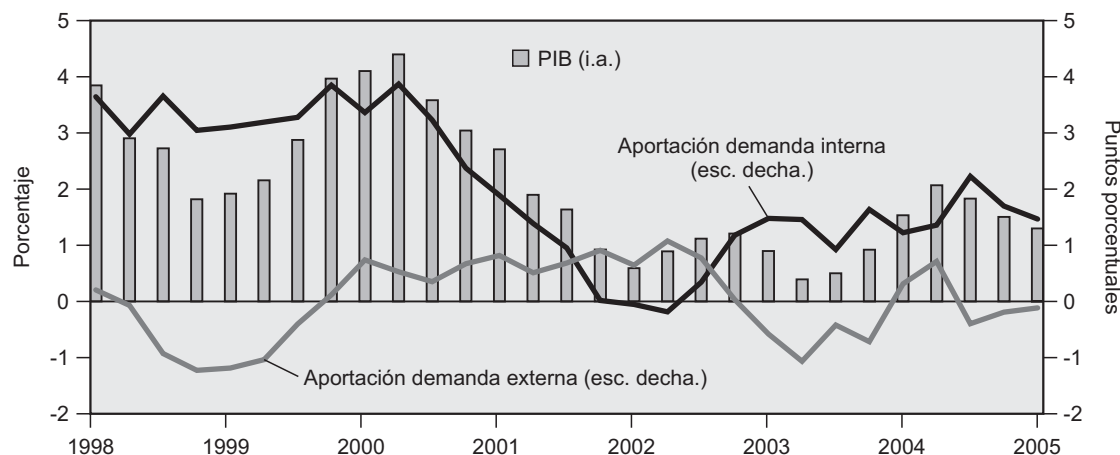
2. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ÁREA EURO: UN PATRÓN DE CRECIMIENTO POCO CONVINCENTE Y HETEROGÉNEO

Tras el buen registro de crecimiento marcado por la economía de la Zona Euro en la primera mitad de 2004, alcanzando el PIB tasas de crecimiento por encima del potencial (2 por 100), el ritmo de expansión económica ha tendido a desacele-

rarse en los trimestres posteriores, batiendo a la baja dicho nivel de referencia. Si en el segundo trimestre del año la economía marcó tasas del 2,2 por 100 interanual, en los tres trimestres siguientes esta cifra ha disminuido hasta el 1,3 por 100. El principal factor explicativo de este enfriamiento económico ha sido un mayor drenaje de las exportaciones netas, tan sólo compensado parcialmente por una aportación positiva de los inventarios y un aparente buen comportamiento de la demanda interna (gráfico 1). A tenor de esta composición de la evolución del PIB de la Eurozona parece gradualmente haber pasado de un modelo de crecimiento apoyado en el sector exterior a otro en el que la demanda interna, aparentemente, parece haber adquirido un mayor protagonismo.

Después de haber caído en el primer trimestre de 2004 (-0,1 por 100), la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) se ha ido recuperando de forma gradual, creciendo un 0,5 por 100 en el segundo trimestre del año y un 0,6 por 100 en los dos siguientes. Es necesario señalar que buena parte de la recuperación experimentada por la inversión ha venido inducida por el efecto retardado de la mejora registrada en el sector exportador (gráfico 2). Como ya hemos comentado anteriormente, en los últimos trimestres las exportaciones netas han mostrado un comportamiento negativo que tarde o temprano deberá tener su reflejo en la inversión, de no ser que ésta encuentre apoyo en el sector doméstico. Lo cierto es que contando con unos tipos de interés históricamente bajos y registrándose mejoras en la productividad y en los balances de las empresas las condiciones para que la reactivación de la FBCF continúe están dadas. No obstante, el consumo privado se ha caracterizado en el último año por dar muestras de un comportamiento un tanto errático que genera desconfianza entre los empresarios para llevar a cabo nuevos planes de inversión. Efectivamente, si bien en los tres primeros meses del año pasado el consumo privado creció en torno a 0,8

GRÁFICO 1
DESCOMPOSICIÓN DEL PIB DEL ÁREA EURO

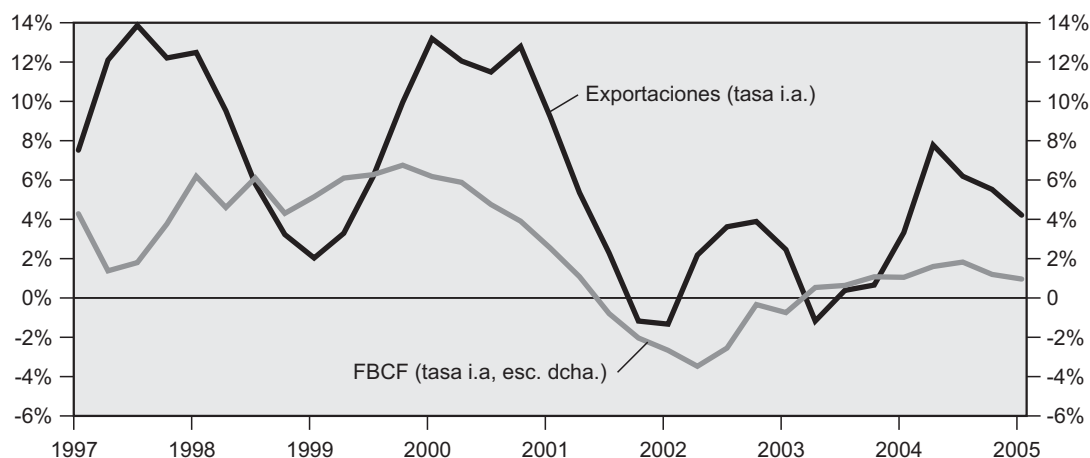


Fuente: Eurostat.

por 100 (el más alto de los últimos tres años), en los trimestres siguientes se ha debilitado de forma significativa creciendo un 0,1 por 100 en el tercer trimestre del año y 0,5 por 100 en el cuarto. El principal factor explicativo de esta pérdida de impulso es el hundimiento de la confianza de los consumidores, ante las dudas del impacto sobre su renta personal de las reformas del mercado laboral, o la situación presupuestaria de algunos países miembros.

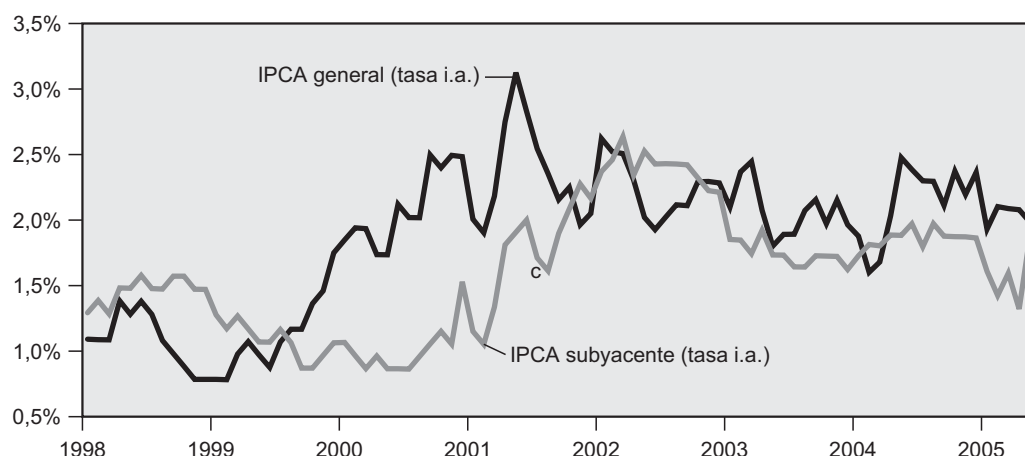
La atonía observada en el consumo privado, sin embargo, contrasta con el comportamiento exhibido por el crédito del sector privado, sobre todo el de carácter hipotecario, favorecido por unos tipos de interés reducidos y las expectativas de mayor rentabilidad asociada a un encarecimiento futuro de la vivienda. Este último hecho está teniendo su reflejo en el fuerte incremento de su precio, que se está registrando en algunos de los países miembros. Según información publicada por la revista

GRÁFICO 2
FBCF Y EXPORTACIONES DEL ÁREA EURO



Fuente: Eurostat.

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DEL IPCA



Fuente: Eurostat.

“The Economist”, desde 1997 el precio de la vivienda se ha encarecido un 131 por 100 en España, un 179 por 100 en Irlanda, en Francia, un 90 por 100 y en Italia, un 60 por 100. Si bien la bonanza experimentada por el mercado inmobiliario puede ejercer un efecto riqueza positivo que dé soporte al consumo, su prolongación durante un período de tiempo largo puede derivar en un recalentamiento del mercado inmobiliario con consecuencias negativas primero, sobre el sistema financiero y después en la economía de las familias.

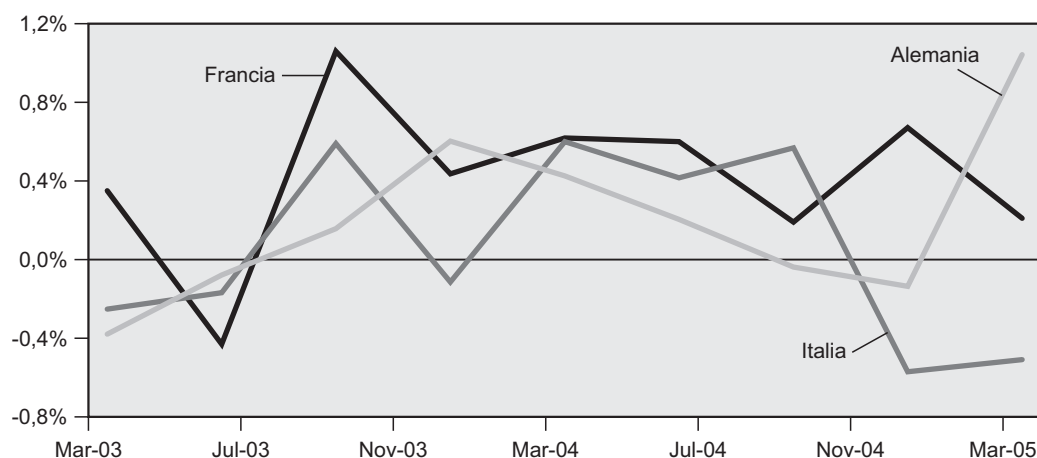
En lo que atañe a la inflación de bienes de consumo, se ha mantenido controlada, lo cual resulta lógico en un contexto de demanda deprimida como el descrito. En el ejercicio 2004, la tasa media anual marcada por el IPCA ha sido del 2,1 por 100 (gráfico 3), tan sólo una décima por encima del objetivo del 2 por 100, compatible con la estabilidad de los precios y esto a pesar del fuerte encarecimiento del petróleo (en el ejercicio 2004 el precio del petróleo ha aumentado un 32 por 100) y del efecto de la subida aplicada en algunos países a las imposiciones indirectas. Además de la débil demanda, un activo moderador de la inflación de la Eurozona ha sido la evolución a la baja de los costes laborales. Los costes laborales unitarios en el último año han pasado de marcar tasas de avance interanuales del 2,3 al 0,1 por 100. Esta moderación ha respondido en parte a cierta mejora en el crecimiento de la productividad pero, sobre todo, a la desaceleración del crecimiento de los salarios desde el 2,5 hasta el 1,5 por 100.

De este primer análisis de la Eurozona extraemos como conclusión que, a pesar de esa mayor aportación de la demanda interna frente a la externa, reflejada en los últimos tres trimestres, el patrón de crecimiento del conjunto de la región sigue sin resultar convincente, presentando todavía una elevada dependencia del sector exterior, mientras que la demanda doméstica no termina de reactivarse, a pesar del mantenimiento por parte del BCE de unas condiciones monetarias y financieras extraordinariamente laxas durante más de tres años, que favorecen en algunos países la aparición de riesgos asociados a un posible recalentamiento del sector inmobiliario.

2.1. Análisis del crecimiento económico de los principales países miembros. La divergencia se hace más patente. ¿El motivo?

A lo largo del año 2004 la divergencia en el crecimiento ha sido una característica entre los distintos países miembros. El PIB de Francia (gráfico 4), salvo en el tercer trimestre del año ha marcado cifras de avance entre 0,6 y 0,7 por 100. Por su parte, Alemania, si bien abrió el año pasado con un crecimiento aceptable del 0,4 por 100, éste se ha ido desinflando en los trimestres posteriores hasta tornarse negativo al cierre del año (-0,1 por 100). También Italia marcó un resultado negativo del crecimiento del PIB en el último trimestre de 2004 (-0,6 por 100), después de haber

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DEL PIB DE LOS PAÍSES MIEMBROS



crecido en torno a 0,6 por 100 en los tres anteriores. Esta divergencia ha vuelto a ser patente en los tres primeros meses del año. Francia ha marcado un 0,5 por 100, mientras que Italia ha sufrido por segundo trimestre consecutivo una caída en el crecimiento del PIB (-0,5 por 100), entrando de esta manera técnicamente en recesión. Alemania, por su parte, ha sorprendido al alza, con un crecimiento trimestral del 1 por 100, por encima del marcado en el mismo período por EE.UU.

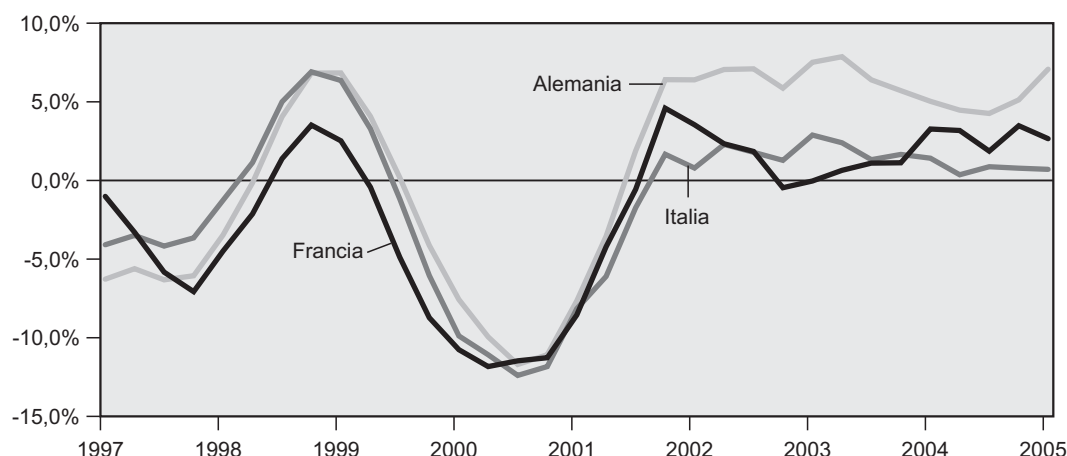
Aunque más relevante que la disparidad observada en las cifras de avance del PIB de los distintos países miembros, merece ser destacado el diferente modelo de crecimiento exhibido por cada uno de ellos. En el caso de Francia, su reactivación económica ha descansado en el buen comportamiento de la demanda doméstica (del crecimiento medio anual del PIB de 2,1 por 100, marcado en 2004, 3,3 puntos porcentuales (pp) se deben al buen comportamiento de la demanda interna), mientras que las exportaciones netas han contribuido negativamente (-1,2 pp). El patrón de crecimiento germano, sin embargo, muestra una elevada dependencia del sector exterior, siendo éste último el responsable de 0,9 pp de crecimiento marcado por esta economía en 2004 (1 por 100). Por último, en el caso italiano tanto la demanda interna como la externa han mostrado un mal comportamiento.

La distinta contribución al crecimiento del sector exterior de cada país no es más que el reflejo del

distinto grado de competitividad entre los mismos. El moderado ritmo de avance de los salarios en Alemania y la baja inflación ha provisto a sus exportaciones netas de una elevada competitividad frente a las de otros países miembros (gráfico 5). El hecho de que a lo largo de 2004 las exportaciones hayan marcado tasas de avance de 8 por 100 (máximo desde 2001), a pesar de contar con un tipo de cambio efectivo un 5 por 100 más débil y un precio del petróleo un 33 por 100 más caro que en 2003, constituye un hecho bastante representativo de esta elevada competitividad. En el caso de Italia, sin embargo, la elevada resistencia de los costes laborales a disminuir, unida al diferencial positivo que mantiene la inflación con la tasa interanual del IPCA del conjunto del área, justifican el comportamiento negativo de sus exportaciones. Al diferente grado de competitividad del sector exterior entre unos y otros países subyacen distintas políticas estructurales llevadas a cabo por cada gobierno.

La diferente respuesta de la demanda interna de cada país a las mismas condiciones financieras y monetarias laxas es resultado de las distintas políticas fiscales y estructurales. Las exenciones fiscales aplicadas en Francia en 2004 habrían sido uno de los factores de apoyo del mayor gasto de las familias (2,3 por 100 en 2004, la cifra más alta de los últimos dos años), mientras que la incertidumbre del impacto que las reformas alemanas sobre el mercado laboral y el sistema de pensiones sería el factor explicativo del consumo privado (-0,4 por 100 en 2004)

GRÁFICO 5
EXPORTACIONES NETAS EN EL ÁREA EURO



Fuente: OCDE.

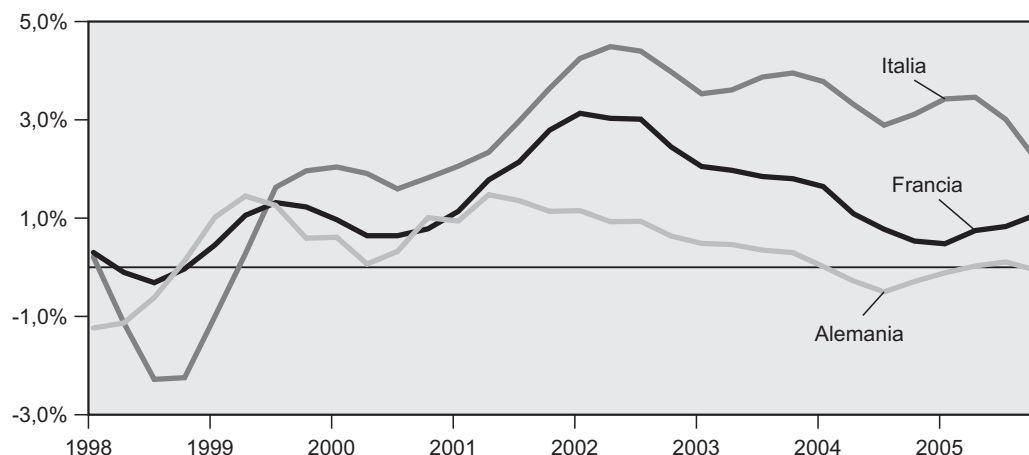
2.2. Diferenciales de inflación en la Zona Euro. ¿Qué explica tanta persistencia?

La divergencia entre países no sólo es manifiesta en términos de crecimiento del PIB sino también en inflación. En el último año, la inflación Alemana se mantuvo en niveles de 1,9 por 100, la de Francia en el 2,2 por 100 e Italia y España en el 2,3 y 3 por 100 respectivamente. Además, históricamente, se constata que los diferenciales de inflación dentro de la zona del euro han mostrado una gran persistencia, en el sentido de que, desde la introducción del euro, muchos países han mantenido sistemáticamente un diferencial positivo o negativo frente a la media del área. Entre los factores que justifican la persistencia de los diferenciales de inflación en la UME hay que señalar las diferencias entre unos países y otros en las preferencias de los hogares con respecto al consumo. Esta heterogeneidad se refleja en las preferencias nacionales en el consumo de los diversos bienes y servicios y el valor añadido y que, por lo tanto, tienen ponderaciones diferentes en los IPCA nacionales. Otro factor que justifica la divergencia de las tasas de inflación dentro de la Zona del Euro es la diferente exposición de los países a las variaciones del tipo de cambio y del precio de las materias primas. Para un país que importa productos de países no pertenecientes a la Zona Euro, las presiones inflacionistas derivadas de una depreciación del tipo de cambio del

euro serán distintas de las que experimentará otro que comercie sobre todo con otros países de la zona. Según el último informe del BCE, en el caso de Bélgica, Francia y Luxemburgo, ha sido precisamente este factor, la dinámica del coste de las importaciones, el principal determinante del diferencial positivo que mantiene con la tasa media de inflación de la Eurozona.

También la existencia de rigideces en el ajuste de los precios ante cambios en las condiciones económicas justificaría la aparición de diferenciales de inflación entre las regiones y los sectores de la Unión Monetaria. Los precios de los servicios se caracterizan precisamente por esto, porque su proceso de ajuste es sistemáticamente más largo (debido, quizás, a algunas características intrínsecas de su mecanismo de fijación) y, dado el elevado peso del sector de bienes no comerciables en la economía, ello podría generar divergencias importantes y persistentes entre las tasas de inflación. Asimismo, las diferencias en la evolución de los salarios y sus mecanismos de fijación entre los distintos países de la zona del euro permitiría justificar la divergencia de precios entre países. Especialmente en Alemania, donde la mayor capacidad de ajuste de los salarios ha contribuido significativamente al diferencial negativo del crecimiento del IPCA en relación a la media de la zona del euro. Por el contrario, el diferencial positivo de España ha sido resultado, en buena parte, de la elevada rigidez del mercado laboral. Las políticas estruc-

GRÁFICO 6
EVOLUCIÓN DE LOS COSTES LABORALES DE LOS DISTINTOS PAÍSES



Fuente: Ecowin.

turales llevadas a cabo a nivel nacional o regional también son un factor que justifica los diferenciales de inflación. Así, aquellos países que apliquen políticas encaminadas a influir en la estructura del mercado de trabajo pueden modificar el mecanismo de fijación de los salarios convergiendo a un modelo mucho más flexible.

En definitiva, existen divergencias en inflación en la Zona Euro cuya persistencia hay que atribuir a factores como la evolución de los salarios, el papel del sector servicios o la apertura de la economía al exterior y, cuya solución en algunos casos, pasa por la aplicación de reformas estructurales.

3. ¿QUÉ PUEDE (O PUDO) HACER EL BCE?

Tras analizar la posición en el ciclo económico de la UME en su conjunto, así como la de sus economías más relevantes, la duda que se plantea ahora es qué puede hacer el Banco Central Europeo para conseguir un mayor crecimiento económico, así como una mayor convergencia entre las tasas de inflación intra-UME. Las propuestas deben realizarse siendo conscientes de la famosa frase de Milton Friedman, según la cual corremos el riesgo de asignar a la política monetaria un papel mayor del que puede desempeñar, de pedirle que consiga tareas que no puede lograr y, como resultado, de impedir que haga la contribución que es capaz de hacer.

El primer aspecto a desarrollar es, según señala el propio BCE (2005), que “la política monetaria, al mantener la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro, contribuye a la transparencia de los precios y ayuda a facilitar el ajuste necesario de los precios relativos entre los distintos países. Si bien la limitación de las variaciones en los precios relativos y de los diferenciales de inflación no puede constituir un objetivo de política monetaria del BCE, es necesario que éste valore cuáles son las causas que subyacen a dichos diferenciales”. Así pues, respecto a la heterogeneidad entre países, poco puede hacer el BCE, si bien sus decisiones de política monetaria deben tomarse en cuenta siendo conscientes de esas diferencias.

3.1. El efecto “Balassa-Samuelson” está perdiendo capacidad explicativa

El denominado efecto “Balassa-Samuelson” (convergencia de precios resultante de la convergencia de los niveles de renta), es recurrente en los diversos estudios que tratan de explicar las diferencias entre los países de la UME, si bien se va generalizando el consenso de que este efecto sólo explica parcialmente los diferenciales de inflación y, además, que cada vez lo hace en menor medida ante la mayor convergencia alcanzada en renta per cápita. Seguramente son los países recién incorporados a la UE los que pueden sufrir en mayor medida diferenciales de inflación debi-

dos a este efecto, si bien, es previsible que sean menores cuando adopten el euro (un escenario poco probable en un horizonte temporal inferior a cinco años). En cualquier caso, la ponderación de estos países sobre el conjunto de la UME será limitado (menos del 10 por 100), por lo que es previsible que apenas distorsionen la evolución de las variables macroeconómicas del agregado.

3.2. Las divergencias nacionales sólo tienen solución nacional

Las causas de las diferencias entre los países pueden responder en mayor medida a aspectos “internos”, sobre los que poco puede hacer la política monetaria, por lo que la “solución” se desplaza hacia los gobiernos nacionales. Entre estas causas se pueden señalar, siguiendo al BCE (2005): la heterogeneidad de las preferencias de los consumidores, el grado de apertura y composición del comercio exterior, las rigideces en la fijación de salarios y precios, la limitada movilidad del factor trabajo, las rigideces en los mercados de trabajo y de productos, la ausencia de mecanismos centralizados de transferencia fiscal significativos o la deslocalización de la política fiscal. Según apunta la Comisión Europea (2004), las políticas fiscales aplicadas en los últimos años en los países de la zona del euro pueden haber contribuido a incrementar las diferencias cíclicas entre ellos. En definitiva, que los estados miembros son en parte responsables de la distinta evolución de sus agregados macroeconómicos. Así, centrándonos en el caso español, desde distintos organismos internacionales se pide que, como compensación a una política monetaria expansiva, se opte por una política fiscal contractiva que se materialice, no sólo mediante la consecución de superávit públicos sino, por ejemplo, elevando los impuestos sobre el consumo o sobre la renta. Un ejemplo adicional de medidas contracíclicas sería la eliminación de las deducciones vigentes en el mercado inmobiliario.

3.3. Aunque la política monetaria también puede contribuir a crearlas

En cualquier caso, y aceptadas las limitaciones del alcance de la política monetaria, conviene señalar que ésta puede ser, en parte, responsable de la ampliación de las disparidades. Así, la transmisión de la política monetaria no es homogénea por países, como se ha podido comprobar en los últimos años. El caso español posiblemente sea para-

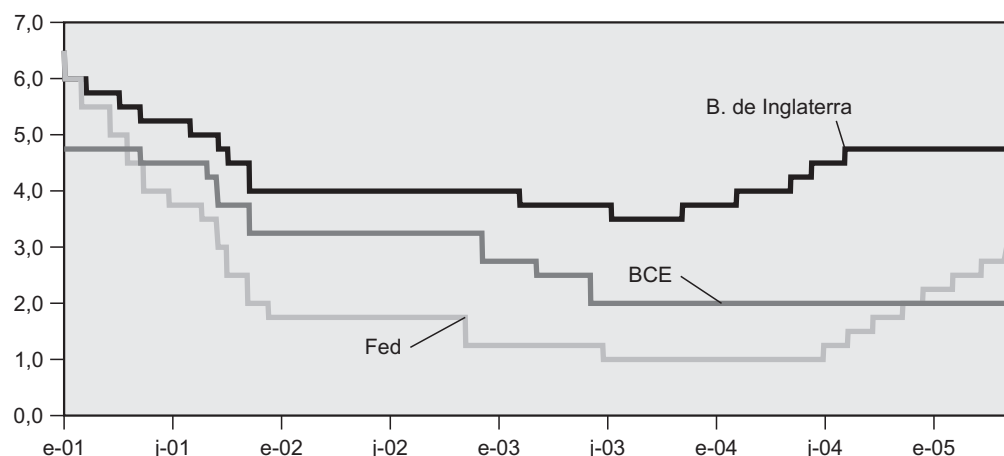
digmático, al haber quedado patente que las relaciones de política monetaria decididas desde 2001 se han trasladado más que proporcionalmente a la demanda interna (gracias, también, a la extraordinaria eficiencia de las entidades financieras españolas y al elevado grado de competencia vigente entre ellas en nuestro país). Por su parte, el caso germano es el opuesto, al mantenerse “insensible” a unas condiciones monetarias expansivas tanto el consumo privado como la construcción. De esta forma, en los meses recientes se ha generado el debate de si el BCE, consciente de que no puede estimular el crecimiento alemán bajando los tipos, podría “solucionar” el de la inflación española y, sobre todo, el riesgo de recalentamiento de su mercado inmobiliario (y el de otros, como el de Irlanda o la propia Francia), elevando los tipos de interés. Si esta visión asimétrica de la actual política monetaria es correcta, su valoración es negativa, toda vez que no estimula a quien se pretende relanzar, pero sí afecta negativamente a quien necesita una mayor restrictividad.

3.4. Tal vez una actuación más temprana y agresiva del BCE, podría haber sido positiva

Los que defienden la anterior argumentación, entre los que nos encontramos, también defendemos que posiblemente la posición en el ciclo de la UME sería hoy más favorable si el BCE hubiese actuado con más prontitud y agresividad. Así, cuando se produjo el primer recorte del repo, el resto de bancos centrales ya habían optado por reducir sus tipos de intervención por una cuantía, en media, de 100 puntos básicos (pb) (gráfico 7). Además, una vez iniciado el proceso de rebajas, éstas fueron menos agresivas. Casos similares al del BCE son los de Noruega y Suecia, dos países que también ahora se encuentran mucho menos avanzados en el proceso de recuperación cíclica, así como en el de subidas de tipos de interés.

Además, en el caso concreto del BCE, las rebajas del repo coexistieron con una apreciación del euro, por lo que compensó el estímulo monetario. Para poder cuantificar su efecto es útil recurrir a un índice de condiciones monetarias (ICM) como el que calculamos en AFI, que se compone del tipo de cambio efectivo real del EUR, del EURIBOR tres meses y del Interest Rate Swap (IRS) a 10 años (ambos en términos reales). Por su construcción, una elevación (reducción) del índice implica un endurecimiento (relajación) de las condicio-

GRÁFICO 7
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA



nes monetarias, que puede estar motivado por una subida (bajada) de tipos de interés y/o una apreciación (depreciación del euro). Como se puede observar en el gráfico 8, el estímulo monetario observado en el Reino Unido y en EE.UU. fue, entre 2001 y 2003, netamente superior al aplicado en la UME y Japón, no sólo porque la relajación de tipos fue de mayor cuantía, sino, también, porque el dólar, y en menor medida la libra, experimentaron un proceso depreciador frente al euro y el yen. Seguramente, el caso japonés sea todavía

más extremo, ya que su banco central no tenía margen para bajar los tipos y, además, el proceso de deflación vigente desde hace años impide instaurar tipos de interés reales negativos.

Regresando al caso concreto del ICM del euro (gráfico 9), según nuestros cálculos la apreciación del euro, desde septiembre de 2000 (cuando cotizaba en 0,85 USD/EUR) hasta la cota de 1,35, equivale a una elevación de la curva de 250 pb, por lo que el recorte del BCE (275 pb) y la cesión del IRS

GRÁFICO 8
EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES AFI DE CONDICIONES MONETARIAS

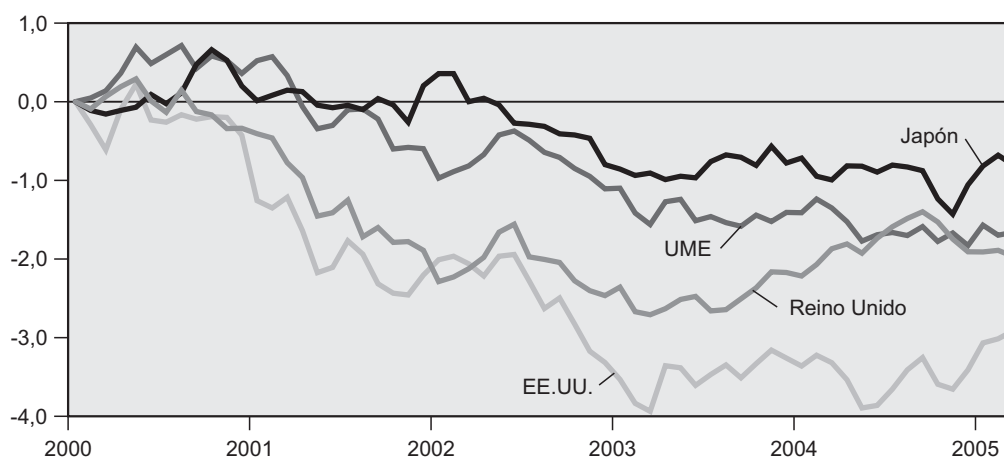
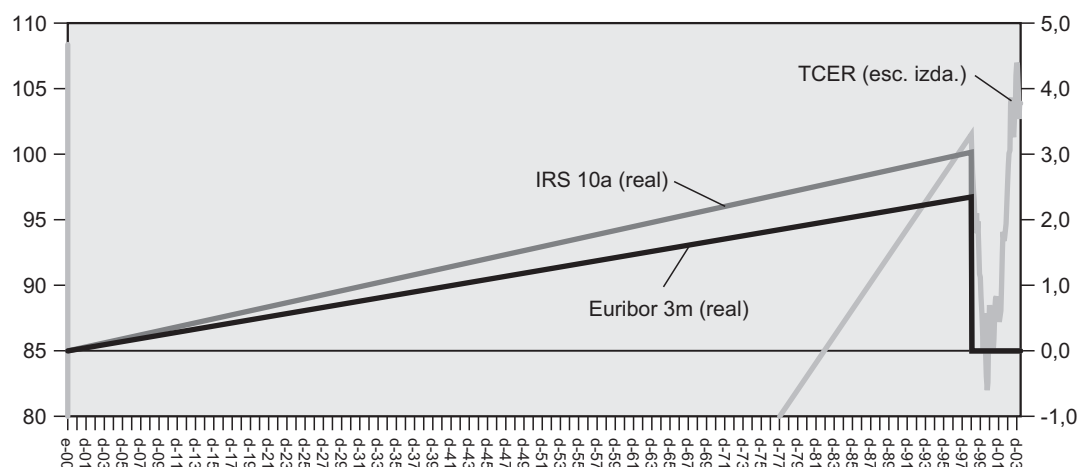


GRÁFICO 9
EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DEL ICM DEL EUR



a 10 años (225 pb) habrían sido compensados en gran medida por la evolución del euro. De esta forma, podemos señalar que posiblemente el BCE no sólo tendría que haber actuado de forma más temprana, sino incluso más contundentemente para tratar de evitar la desaceleración de la economía europea y las consecuencias negativas derivadas de la apreciación del euro. Incluso es posible especular sobre la evolución que habría tenido el euro en caso de que el BCE hubiera recortado antes los tipos de interés: tal vez, su apreciación y con ella la desaceleración de la UME, habrían sido inferiores.

Ahora bien, y en descarga del BCE, se deben apuntar tres aspectos. El primero, que el objetivo de su política monetaria es la estabilidad de precios y no el crecimiento económico, por lo que la responsabilidad sobre éste recae en mayor medida en los gobiernos nacionales. El segundo, que si bien ahora se pueden realizar críticas sobre las decisiones que debería haber tomado el BCE en 2001 en aquellos momentos existían diversos riesgos (aunque no se materializaron) sobre el comportamiento futuro de la inflación, que hacían recomendable una mayor prudencia a la hora de practicar estímulos monetarios. Y por último, que aunque el BCE hubiese recortado de forma inten-

sa los tipos de interés, seguramente la posición en el ciclo económico actual de la UME adolecería de los mismos problemas estructurales que los comentados a lo largo de este artículo.

NOTAS

(*) Analistas Financieros Internacionales.

BIBLIOGRAFÍA

- Analistas Financieros Internacionales (2005): "Perspectivas económicas y estrategias de mercado", Documentación presentada a las *Jornadas* celebradas el 18 de mayo.
- ANGELONI, I. y EHRMANN, M. (2004): "Euro area inflation differentials", *Documento de trabajo del BCE*, núm. 388, septiembre.
- BCE (2005): "La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea", *Boletín Mensual del BCE*, mayo.
- CANO MARTÍNEZ, D.: "Apuntes de política monetaria", *Máster de Banca y Finanzas*, Escuela de Finanzas Aplicadas, Grupo Analistas.
- COMISIÓN EUROPEA (2004): "Cyclical convergence in the euro area: recent developments and policy implications", *Quarterly Report on the Area Euro*, julio.
- (2005): "Economic Outlook", *Quarterly Report*, junio.