

LOS EFECTOS REGIONALES DE LA POLÍTICA MONETARIA EUROPEA: EL CASO ESPAÑOL

Santiago CARBÓ VALVERDE
Rafael LÓPEZ DEL PASO

Universidad de Granada y FUNCAS

Resumen

En este artículo se analiza el impacto de la política monetaria única sobre el nivel de gasto —como *proxy* de nivel de bienestar— de las regiones españolas. Teniendo en cuenta tanto las diferencias estructurales de carácter económico-financiero como las disparidades en el ciclo regional, los resultados obtenidos sugieren: a) las variaciones en el tipo de interés fijadas por el Banco Central Europeo en la implementación de la política monetaria han afectado positivamente al comportamiento del crédito; b) la disponibilidad de una mayor capacidad de financiación ha ampliado las posibilidades de consumo al reducir las restricciones de liquidez.

Palabras clave: política monetaria única, regiones, Banco Central Europeo, canal del crédito, nivel de gasto.

Abstract

In this article we analyze the impact of the single monetary policy on the consumption level —proxy of welfare level— of the Spanish regions. Considering the economic-financial structural conditions and the disparities in the regional business cycle, the result obtained suggests that: a) the variations of the interest rate fixed by the European Central Bank in the monetary policy implementation have affected positively the credit behavior; b) the availability of a mayor financing capacity have enlarged the consumption possibilities, reducing the liquidity constrains.

Key words: single monetary policy, regions, European Central Bank, lending channel, consumption.

JEL classification: E52, R11.

I. INTRODUCCIÓN

La culminación del proceso de integración económica europea ha supuesto la renuncia, por parte de los estados participantes, a la soberanía exclusivamente nacional en materia de política monetaria y de tipo de cambio como instrumentos para la consecución de sus objetivos de política económica. Esta cesión de potestades puede verse compensada, entre otros aspectos, por una mayor estabilidad económica, por la posesión de una moneda de reserva capaz de competir con el dólar y por el mayor poder de negociación que da la dimensión en los foros internacionales.

La valoración de los costes y beneficios asociados a este proceso se ha llevado a cabo tanto desde la perspectiva global de la zona euro como desde la de los diferentes países integrantes, y atendiendo a la naturaleza de los *shocks* que pueden impactar sobre éstos. Los análisis efectuados acerca de cómo esta intensa transformación se ha dejado sentir en unidades geográficas inferiores, como son las regiones, ha resultado menos prolifera. Esta escasez viene explicada, entre otras razones, por las enormes dificultades existentes para el desarrollo del análisis regional, debido al primitivo estado en el que se encuentra la información estadística a esta escala.

Teniendo en cuenta estas limitaciones, en el presente trabajo se intenta identificar los efectos de la política monetaria única sobre el nivel de gasto —que, con la información estadística disponible de carácter trimestral, es la mejor *proxy* de nivel de bienestar— de las re-

giones españolas a través del canal del crédito. Para ello, el artículo se estructura como sigue. En el siguiente apartado se revisa el esquema adoptado por el Banco Central Europeo (BCE) en la articulación de la política monetaria y las vías a través de las cuales impacta sobre la economía real (mecanismos de transmisión), así como una breve evaluación de sus resultados durante su período de vigencia. Posteriormente, el apartado III analiza la tendencia mostrada por las principales variables macroeconómicas en las regiones españolas. En el apartado IV se plantea un modelo sencillo con el que se pretende contrastar y cuantificar el objetivo del trabajo. Finalmente, se extraen las principales conclusiones del artículo.

II. LA POLÍTICA MONETARIA: UN ENTRAMADO COMPLEJO

El diseño e implementación de políticas macroeconómicas únicas no implica necesariamente el mismo grado de efectividad en todos los territorios en los que se aplican. En el caso concreto de la política monetaria, la naturaleza jurídica del organismo responsable de su ejecución, el grado de autonomía en relación con los gobiernos, la elección y fijación del objetivo último, los instrumentos necesarios para que se lleve a efecto, así como la regla monetaria empleada, configuran un esquema organizativo-operativo de desigual incidencia territorial. Dentro del conjunto de posibilidades de elección existente, se viene optando por su elaboración e implementación a través de un banco central independiente. Con el empleo de esta fórmula, se pretende

asegurar la neutralidad de los argumentos de su función objetivo, al eliminar el posible sesgo derivado de la prevalencia de los intereses de las regiones económico-políticas dominantes. Por otro lado, mediante la fijación de la estabilidad de precios como objetivo último, se aspira a lograr condiciones que permitan un proceso de crecimiento económico saneado y una mejora del nivel de bienestar social.

Asimismo, el grado en el que la política monetaria deja sentir sus efectos en la vertiente real y financiera de la economía dependerá del modo e intensidad con la que operen los diversos mecanismos de transmisión. Entre ellos ocupa un lugar destacado el canal del crédito, debido a su relevancia en el proceso de financiación de la inversión y el consumo, y por tanto en el comportamiento de la demanda agregada y la producción. Este tipo de cuestiones se desarrolla brevemente a continuación, con objeto de obtener un marco de referencia que permita explicar el impacto de la política monetaria única sobre las regiones españolas.

1. La estrategia del Banco Central Europeo: la implementación de la política monetaria única

Desde 1999, el BCE se responsabiliza del diseño e implementación de la política monetaria única, con el objetivo último de lograr la estabilidad de precios. Todo ello sin menoscabo de otros posibles objetivos, como son un mayor crecimiento económico, coadyuvar a avanzar en el proceso de integración y convergencia real, entre otros. En cualquier caso, el marco de referencia debe ser la totalidad del área euro, no recogién-dose estatutariamente la posibilidad de promover y reactivar el desarrollo económico a escala nacional o regional. Para el cumplimiento de su cometido final, el Banco Central Europeo emplea una estrategia basada en dos pilares. El primero de ellos viene dado por la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero (agregado monetario M3), factor determinante del nivel de inflación a medio plazo. El valor de referencia, revisado anualmente, se fija atendiendo a su velocidad de circulación, al señalar esta variable la relación crecimiento de la producción-nivel de precios. El segundo pilar está configurado por una amplia batería de indicadores económicos y financieros, que incluye información relevante para la adopción de decisiones de política monetaria. Bajo este segundo pilar, el BCE realiza un continuo seguimiento del comportamiento presentado, a través de un amplio abanico de precios e indicadores de coste, por las condiciones de demanda y oferta, el mercado de trabajo, la orientación de la política fiscal y la balanza de pagos (correspondiente a la zona euro), así como del desarrollo de los mercados

financieros y el precio de los activos que en ellos se negocian.

Los instrumentos empleados por el Eurosistema se articulan en torno a dos grandes grupos. El fundamental se identifica con las operaciones de mercado abierto. Dentro de ellas destacan las operaciones principales de financiación, mediante las que se regula, con carácter quincenal, la provisión de fondos al sistema bancario (previa aportación de colateral). El coste de obtención de liquidez por esta vía constituye el tipo de interés de referencia de la política monetaria aplicada. Junto a ellas, y de forma complementaria, el BCE hace uso de las facilidades de crédito y de depósito, así como de operaciones de financiación a largo plazo (a tres meses). La finalidad común a todas ellas es evitar la aparición de riesgos sistémicos ante la presencia de tensiones puntuales de liquidez. Por otro lado, mediante el requerimiento de reservas, se persigue minimizar la volatilidad y aumentar la eficiencia de los mercados financieros.

Transcurridos tres años de política monetaria única, esta ha sido juzgada en general, por buena parte de los analistas y responsables del BCE, como razonablemente exitosa en la consecución de su principal objetivo (Issing, 2001). No obstante, la inflexión en la tendencia descendente de los precios iniciada a principios del año 2000 no ha venido motivada exclusivamente por un menor precio del dinero o un aumento de su cantidad en circulación, sino también por fluctuaciones no esperadas en el tipo de cambio o en el coste de las materias primas y productos energéticos. Esto queda de manifiesto a través del comportamiento presentado por los tipos de interés a largo plazo. La estabilidad de estos últimos se ha visto reflejada en las expectativas de los agentes que operan en los mercados, reafirmando la credibilidad de los objetivos fijados por el Banco Central Europeo.

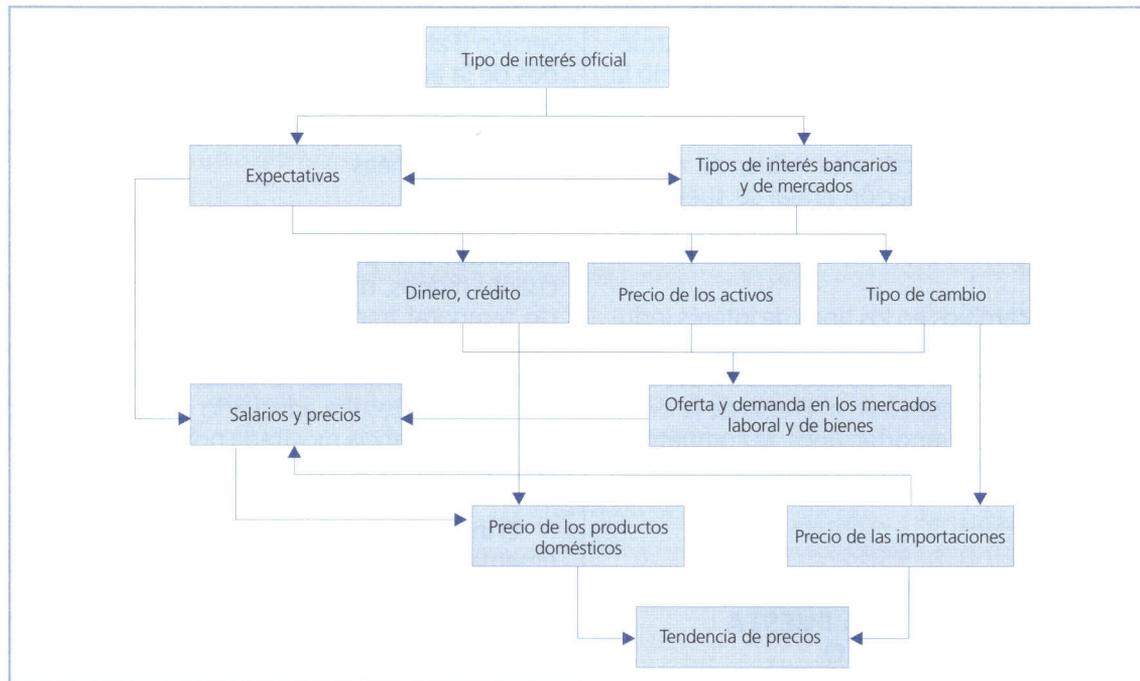
Sin embargo, esta contribución positiva de la política monetaria única (PMU) probablemente no ha sido homogénea, ya que el análisis de otras variables relevantes, como pueden ser los diferenciales de inflación o rendimiento de la deuda pública de cada uno de los países con respecto al promedio del área euro, manifiestan disparidades notables (1). La naturaleza de estas asimetrías encuentran su justificación en la no concurrencia de las condiciones económico-financieras necesarias para la existencia de una zona monetaria óptima (Feldstein, 2000), debido al dominio ejercido por la economía alemana (Uctum, 1999).

2. Los mecanismos de transmisión de la política monetaria

Las decisiones de política monetaria se plasman sobre las condiciones económicas en general, y sobre el

GRÁFICO 1

LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA: DESDE LA VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS AL CUMPLIMIENTO DEL OBJETIVO ÚLTIMO



Fuente: Adaptación del Banco Central Europeo (2001).

nivel de precios en particular, a través de los denominados mecanismos de transmisión (Banco de España, 1997). Los canales por los que operan son numerosos, configurando un esquema interrelacionado y complejo —véase gráfico 1 (Banco Central Europeo, 2001).

La variación de los tipos de interés por parte del banco central, actúa como detonante de la puesta en marcha del mecanismo por el que la política monetaria afecta al nivel de precios. El sistema bancario demanda dinero para satisfacer los compromisos con sus clientes, cumplimentar los requerimientos de reservas y saldar la posición adoptada en el mercado interbancario. Dada la situación de monopolista del banco central en la creación de dinero de curso legal, éste establece el precio a pagar por su adquisición en los mercados monetarios. Variaciones en el mismo se trasladarán a los tipos de interés aplicables en el resto de mercados, afectando al excedente de las entidades financieras y de los distintos agentes económicos que con ellas interactúan. Esta influencia normalmente se mantiene durante más de un período, al afectar al proceso de formación de expectativas sobre del comportamiento futuro de los principales agregados macroeconómicos. Incrementos en la cantidad de dinero en circulación superior-

res a los necesarios para afrontar los procesos de intercambio de manera eficiente se traducirán en subidas de precios. Su cuantía dependerá de las presiones ejercidas por la demanda agregada. Por el contrario, una correcta adecuación de la oferta monetaria a la demanda de dinero por motivo de transacción garantiza la estabilidad de precios, favoreciendo la correcta realización de previsiones. Por ello, el comportamiento descrito por el conjunto de agregados monetarios proporciona valiosa información acerca de la orientación de la política monetaria y el grado de cumplimiento de su objetivo último.

Junto al dinero, el crédito ocupa un lugar cada vez más destacado dentro del conjunto de mecanismos de transmisión. Esto es debido a que su disponibilidad y coste son factores determinantes de las decisiones de gasto e inversión. La insuficiencia de fondos por parte de las empresas para la materialización de sus proyectos puede paliarse mediante la obtención de financiación externa a través del crédito bancario. La existencia de limitaciones a su acceso puede afectar negativamente a la tasa de acumulación de capital, pudiendo obstaculizar el proceso de crecimiento económico. En consecuencia, la disponibilidad de crédito generará

efectos multiplicativos sobre el nivel de producción y renta.

Las implicaciones de la política monetaria son aún más amplias, al repercutir en el precio de los activos financieros. El efecto riqueza asociado a la alteración del valor de los distintos instrumentos cambiará la estructura de ahorro de los agentes económicos, así como la de la demanda y la oferta de bienes y servicios. Estas transformaciones se trasladan a los distintos mercados de factores. En materia laboral, esta influencia resulta mayor, ya que la tasa de inflación anual se suele emplear como valor de referencia en las negociaciones salariales.

Finalmente, los cambios en los tipos de interés inducidos por las decisiones de política monetaria se plasman en la vertiente exterior de la economía a través del tipo de cambio. Las variaciones en el precio de la divisa afectarán al precio de las importaciones, la competitividad de los productos nacionales y el grado de movilidad del capital.

III. LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA: UN BALANCE PREVIO A LA PUESTA EN CIRCULACIÓN DEL EURO PARA LAS REGIONES ESPAÑOLAS

La entrada física del euro, y la consiguiente desaparición de las monedas nacionales, conlleva, además de un cambio de unidad de cuenta, una serie de transformaciones de desigual impacto sobre los países y regiones que lo adoptan. Estas disparidades son debidas a la asimetría con la que se manifiesta el ciclo sobre sus estructuras económico-financieras (Buti y Suardi, 2000). La coexistencia de un marco legal y cultural común para las regiones integrantes de una nación, situación que no se da con la misma intensidad entre países, reduce la capacidad explicativa de factores institucionales nacionales diferenciales a la hora de analizar las fluctuaciones de la actividad económica. A ello hay que sumarle la homogeneidad en la confianza inversora y contractual, en las condiciones competitivas, y la credibilidad en los compromisos, al implicar niveles equivalentes del denominado «capital social» (Overbye, 1996). Por otro lado, la conjunción de una política monetaria única con políticas fiscales comunes a escala estatal, y de creciente integración y coordinación para los niveles jurisdiccionales inferiores, homogeneiza la evolución de los agregados macroeconómicos regionales en relación con los equivalentes nacionales.

La culminación del proceso de integración económica puede acentuar la tendencia de localización empresarial en ubicaciones donde se de una mayor espe-

cialización productiva. Esta concentración de la actividad, al contrario de lo esperado, puede atenuar las disparidades territoriales, debido a la intensificación de las relaciones comerciales y la dependencia financiera de unas regiones con respecto a otras, ante la insuficiencia de fondos para la financiación de sus proyectos de inversión (Fatás, 1997). De este modo, los efectos derivados de la actuación de los mecanismos de transmisión se propagan entre regiones con mayor rapidez, contribuyendo a la formación de estructuras de mercado más homogéneas.

La evaluación a escala regional de los pros y contras asociados a la puesta en circulación del euro resulta, cuanto menos, dificultosa, debido tanto al breve espacio temporal transcurrido como a la carencia de suficiente información estadística. A pesar de ello, y aun cuando los problemas señalados quedan parcialmente sin subsanar, resulta adecuado evaluar para el caso español la tendencia mostrada por los principales agregados macroeconómicos en los últimos años.

El intenso proceso de crecimiento económico experimentado por la economía española durante el período de vigencia de la PMU se ha traducido en un incremento del nivel de renta per cápita, y por tanto de la capacidad de compra y ahorro. Sin embargo, esta ampliación de las posibilidades de consumo, y por ende de la obtención de un mayor nivel de bienestar, no ha presentado una tendencia claramente creciente (2). Como puede observarse en el gráfico 2, la tasa de variación intertrimestral del gasto per cápita muestra importantes oscilaciones, si bien se pueden identificar unas tendencias que son al alza durante 1999 y segunda mitad del año 2000, y a la ralentización en el resto (3). La trayectoria más estable de los precios de los bienes y factores productivos parece apuntar a que dicha volatilidad no viene motivada por desequilibrios estructurales.

El comportamiento de la tasa de variación intertrimestral del coste laboral total por trabajador y mes constata la existencia de contención salarial a lo largo de todo el período. Esta moderación se ha visto favorecida por la estabilidad de precios, a pesar del leve repunte experimentado a finales del año 2000. A ello han contribuido tanto los mercados como las autoridades públicas, al reducir la magnitud de las perturbaciones que generan presiones inflacionistas. La estabilidad macroeconómica del entorno, junto con el crecimiento del empleo, han hecho posible que la tasa de paro nacional se vea sustancialmente reducida, situándose a mediados de 2001 en torno al 13 por 100.

En la vertiente financiera, la fijación por parte del banco central de bajos tipos de interés en las operaciones con los creadores de mercado (véase gráfico 3) ha

GRÁFICO 2
**COMPORTAMIENTO DEL MARCO
 MACROECONÓMICO EN ESPAÑA**
 (1999: Primer trimestre - 2001: Segundo trimestre)

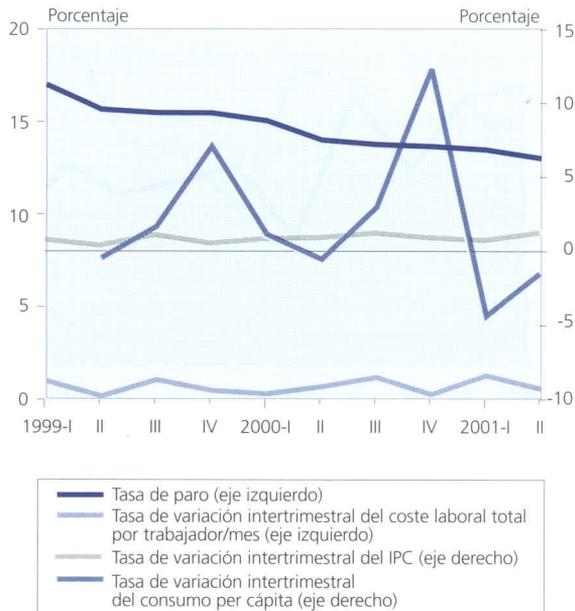
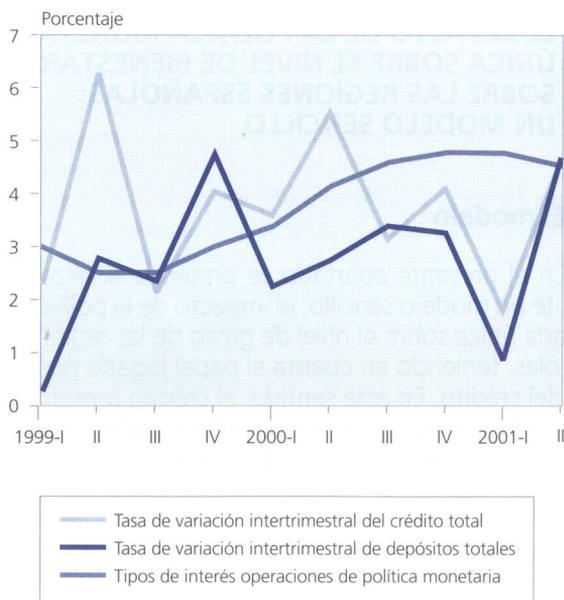


GRÁFICO 3
**TIPOS DE INTERÉS E INTERMEDIACIÓN BANCARIA
 EN ESPAÑA**
 (1999: Primer trimestre - 2001: Segundo trimestre)



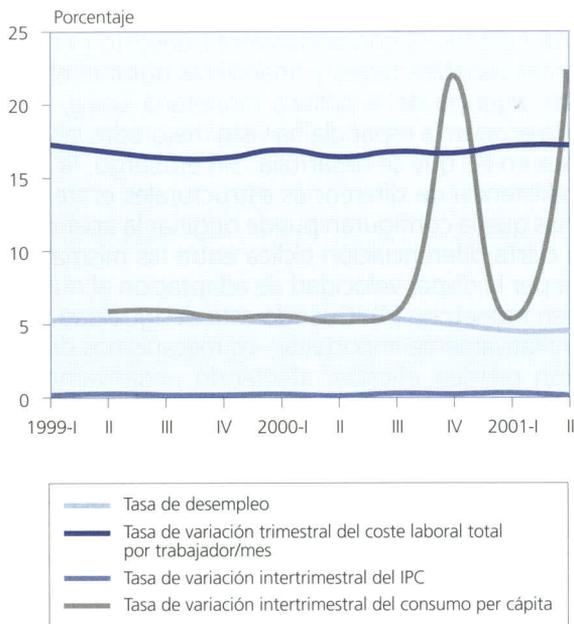
favorecido la apelación al crédito por parte de empresas y hogares para la financiación de los proyectos de inversión y adquisición de vivienda y bienes de consumo duradero. Esta fuerte expansión de la actividad crediticia se ha visto acompañada de un aumento notable de los depósitos captados por el sistema bancario.

Atendiendo al comportamiento descrito por las diferentes variables reales y financieras durante el período de vigencia de la política monetaria única, parece que la economía española ha visto mejoradas las condiciones en las que se desarrolla. Sin embargo, la probable existencia de diferencias estructurales entre las regiones que la configuran puede originar la aparición de una cierta diferenciación cíclica entre las mismas, causada por la dispar velocidad de adaptación al nuevo régimen monetario (4). Cuando esta desigualdad resulta cuantitativamente importante, los mecanismos de transmisión pierden eficacia, afectando negativamente al cumplimiento de los objetivos fijados por la autoridad monetaria. Por el contrario, cuando el proceso de crecimiento económico es más homogéneo, las políticas macroeconómicas pueden suavizar los efectos perniciosos asociados a los *shocks*, simétricos y/o asimétricos. La magnitud de esta divergencia regional de carácter coyuntural puede aproximarse a través de la desviación típica correspondiente a las variables analizadas anteriormente. Como puede observarse en el gráfico 4, este estadístico presenta unos valores estables durante el período enero 1999-junio 2001, a excepción del correspondiente al gasto per cápita, el cual registra fuertes oscilaciones a partir del año 2000. Entre los factores que permiten explicar estas fluctuaciones, destacan la elevada volatilidad de la dificultad de los hogares en llegar a fin de mes, dada su estructura de ingresos y gastos, así como del porcentaje de familias que pueden destinar alguna cantidad de dinero al ahorro (INE, 1999, 2000, 2001).

En materia de crédito y depósitos, se observa un marcado comportamiento procíclico en su proceso de crecimiento, si bien la variabilidad correspondiente al segundo de los agregados bancarios resulta más acentuada (véase gráfico 5). En consecuencia, y desde una perspectiva regional, mientras que en los indicadores de ciclo real de la economía española se constata una creciente convergencia, en los de la coyuntura financiera todavía persisten diferencias acusadas (5).

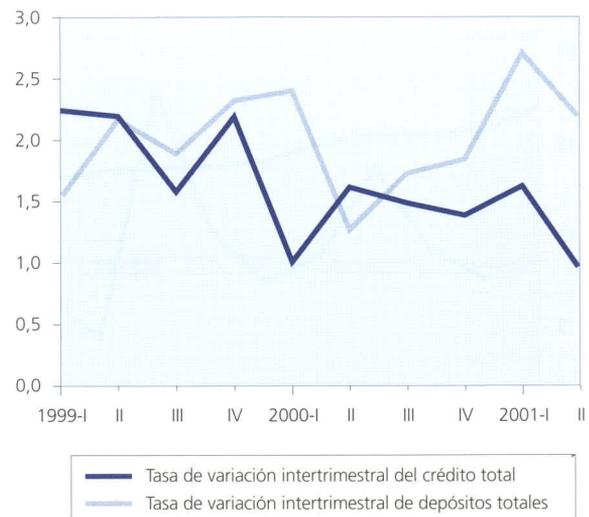
La aparentemente creciente convergencia cíclica regional, junto con la cesión de las competencias monetarias a un ente supranacional, no han sido suficientes para poder eliminar sustancialmente las diferencias entre el ciclo económico nacional y el correspondiente a las diecisiete comunidades autónomas españolas. Esta discrepancia queda patente a través del análisis de los

GRÁFICO 4
DESVIACIÓN TÍPICA DE LAS VARIABLES REALES REGIONALES DURANTE EL PERÍODO DE VIGENCIA DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA



coeficientes de correlación entre los valores regionales y el nacional para el conjunto de variables macroeconómicas seleccionadas. Como puede observarse en el cuadro n.º 1, las correlaciones son positivas, salvo en algunas excepciones. Ello puede apuntar, como ya sugería Fatás (1997), que a priori parece que la disciplina de la PMU ha favorecido la especialización productiva a escala regional y no nacional, elevando la magnitud de las economías de escala derivadas de la localización. Distinguiendo por agregados, la mayor homogeneidad se presenta en términos de variaciones en los niveles de precios, dándose una correlación cercana a 1. Tendencia similar corresponde a la tasa de desempleo, con un coeficiente medio de 0,87. En este caso, la existencia de estas pequeñas diferencias interregionales vienen motivadas por la rigideces de sus mercados de factores, que impiden absorber en igual medida la demanda coyuntural del factor trabajo. En términos de variación del gasto per cápita, destaca la baja correlación de Galicia, Cantabria y Aragón, tornándose incluso negativa para Madrid, Navarra y Cataluña. En lo relativo a la esfera financiera, todas las comunidades presentan, en términos de crecimiento intertrimestral del crédito, registros superiores al 0,5, con la excepción de Cataluña, Galicia y La Rioja, única con coeficiente negativo. Finalmente, los depósitos exhiben una tendencia dispar, con valores oscilantes en el rango 0,1-0,9.

GRÁFICO 5
TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL DE CRÉDITO TOTAL Y DE DEPÓSITOS TOTALES



En suma, las comunidades autónomas (CCAA) españolas mostraron hasta finales del primer semestre de 2001 —fin de nuestro período de estudio— una situación macroeconómica favorable. A la par, han visto atenuadas las disparidades con las que el ciclo deja sentir sus efectos a escala regional, si bien todavía existen diferencias sustanciales cuando estas comparaciones se efectúan en relación con el conjunto de la nación.

IV. EL IMPACTO DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA SOBRE EL NIVEL DE BIENESTAR SOBRE LAS REGIONES ESPAÑOLAS: UN MODELO SENCILLO

1. El modelo

En el presente apartado se pretende analizar, mediante un modelo sencillo, el impacto de la política monetaria única sobre el nivel de gasto de las regiones españolas, teniendo en cuenta el papel jugado por el canal del crédito. En este sentido, el crédito presenta una creciente relevancia, al actuar esta variable financiera como factor determinante del comportamiento de la inversión (Samolyk, 1994). El modelo consta de dos ecuaciones estructurales. La primera de ellas determina el crecimiento del nivel de gasto per cápita en función de la tasa de paro y las variaciones experimentadas por el coste laboral por trabajador-mes, así como en el nivel de crédito total. Con respecto a la segunda, el creci-

CUADRO N.º 1

**TENDENCIA DE LOS AGREGADOS MACROECONÓMICOS. CORRELACIONES REGIONALES CON RESPECTO AL TOTAL NACIONAL
(1999: primer trimestre-2001: segundo trimestre)**

	Tasa de variación intertrimestral consumo per cápita	Tasa de desempleo	Tasa de variación intertrimestral coste laboral	Tasa de variación intertrimestral IPC	Tasa de variación intertrimestral créditos	Tasa de variación intertrimestral depósitos
Andalucía.....	0,9199	0,9369	0,6145	0,9984	0,8870	0,5434
Aragón.....	0,1970	0,8101	0,1683	0,9964	0,5595	0,4480
Asturias.....	0,9278	0,7160	0,5477	0,9974	0,5887	0,5433
Baleares.....	0,4208	0,6321	-0,1840	0,9974	0,5595	0,1462
Canarias.....	0,8436	0,8854	0,2734	0,9951	0,7745	0,4322
Cantabria.....	0,2758	0,9181	0,7913	0,9993	0,8313	0,5706
Castilla y León.....	0,8575	0,9741	-0,2237	0,9992	0,9615	0,8627
Castilla-La Mancha ...	0,8993	0,9367	0,4049	0,9992	0,8359	0,6341
Cataluña.....	-0,2165	0,9606	0,6037	0,9987	0,4126	0,5121
C. Valenciana.....	0,8967	0,8750	0,0779	0,9996	0,8353	0,5967
Extremadura.....	0,8550	0,8961	0,2294	0,9917	0,9211	0,2982
Galicia.....	0,1032	0,9212	0,4565	0,9988	0,4778	0,4224
Madrid.....	-0,1126	0,9726	0,4582	0,9994	0,8795	0,4189
Murcia.....	0,9055	0,8793	-0,1919	0,9983	0,8319	0,3696
Navarra.....	-0,4461	0,9125	0,4543	0,9969	0,8392	0,1334
País Vasco.....	0,9207	0,9682	0,5541	0,9995	0,7159	0,5887
Rioja, La.....	0,9031	0,7609	0,4710	0,9984	-0,6579	0,3328

Fuente: Elaboración propia.

miento del crédito viene explicado por el correspondiente a los depósitos totales y las variaciones en los tipos de interés fijados por el banco central en las subastas principales de financiación, elemento clave en la instrumentalización de la política monetaria.

De este modo:

$$GASMPP_t = f(DESEMPLEO_t, COSTELAB_t, CRÉDITO_{t-1}) \quad [1]$$

$$CRÉDITO_{t-1} = g(INTERÉS_{t-1}, DEPÓSITOS_{t-1}) \quad [2]$$

Donde:

GASMPP: Tasa de variación del gasto medio total por persona.

CRÉDITO: Tasa de variación del crédito total.

DESEMPLEO: Tasa de paro.

COSTELAB: Tasa de variación del coste laboral por trabajador y mes.

INTERÉS: Variación de los tipos de interés correspondientes a las subastas principales de financiación llevadas a cabo por el Banco Central Europeo.

DEPÓSITOS: Tasa de variación de depósitos de las AAPP y otros sectores residentes.

El consumo de una mayor cantidad de bienes y servicios proporciona, salvo cuando éstos son catalogados como males, una mayor utilidad. Por ello, y dada una estructura de precios, vamos a asumir una relación positiva entre nivel de gasto per cápita y bienestar. El comportamiento presentado por esta variable representativa del nivel de vida viene determinado fundamentalmente por el entorno macroeconómico. Tasas de paro elevadas implican la existencia de una importante brecha entre el nivel de producción real y el potencial, limitando la expansión de la frontera de posibilidades de producción. De este modo, aquellas regiones cuyos mercados sean incapaces de absorber, dada su demanda, la oferta de trabajo existente verán constreñido su proceso de crecimiento (Glaeser *et al.*, 1995). Sus efectos son incluso más profundos con motivo de la inestabilidad social que genera esta situación laboral no deseada. En consecuencia, esta reducción del capital social deteriora las condiciones apropiadas para mantener un nivel de desarrollo estable (Fukuyama, 1995).

Los agentes económicos desarrollan su programación de gasto en función del nivel de renta disponible. Para que ésta planificación resulte óptima, los sujetos deberán tener en cuenta las variaciones en el rendimiento obtenido por su trabajo. Así, los incrementos en el salario percibido por el trabajador (coste del factor desde el punto de vista de las empresas) se traduce en mayores posibilidades de consumo y ahorro (Deaton, 1992).

La imposibilidad de disponer de la totalidad de fondos deseables altera los planes de consumo e inversión de hogares y empresas. La dificultad impuesta por estas restricciones de liquidez, motivada por la insuficiencia de recursos propios, puede subsanarse mediante la obtención de financiación externa. Dentro de las posibilidades existentes, predomina la elección de la apelación al crédito. Por otro lado, la presencia de asimetrías de información y costes de transacción suele llevar a las unidades de producción y familias a recurrir a las entidades bancarias que prestan sus servicios en su área de influencia, normalmente la región. El incumplimiento de los supuestos de competencia perfecta señalados anteriormente provoca que el efecto expansivo generado por la disponibilidad de financiación sobre la inversión y el gasto, y por extensión sobre la producción, no se lleve a cabo de manera inmediata, asistiendo a la presencia de un cierto retardo (Gertler, 1988).

De acuerdo con la teoría postkeynesiana, la endogeneidad del dinero conlleva que el volumen de crédito regional dependa de la interacción de la oferta y demanda de este recurso financiero (Dow, 1987). Ambas funciones se ven afectadas por múltiples factores, entre los que ocupa un lugar destacado la preferencia por la liquidez. Su intensidad dependerá del coste a su acceso, y por tanto de la orientación de la política monetaria. Un endurecimiento de las condiciones monetarias, reflejado a través de una subida de tipos de interés, provocará una reducción de la demanda de dinero en sus distintas modalidades, así como una menor disposición de las entidades bancarias a prestar (Bernanke y Blinder, 1992). Por el contrario, la aplicación de políticas monetarias expansivas mejora el optimismo de inversores y prestamistas, y por tanto la capacidad de creación de crédito.

Dicha capacidad viene determinada por la estructura financiera institucional. Cuando el desarrollo del sistema bancario de las distintas regiones es similar, la habilidad de las entidades financieras para conceder crédito dependerá en gran medida de su base de depósitos. Así, cuanto mayor sea la tasa de crecimiento de este pasivo tradicional, mayor será la labor de intermediación, al incrementarse el valor del multiplicador monetario.

2. Metodología y datos

La cuantificación del impacto de la política monetaria sobre el volumen de crédito, y éste a su vez sobre el nivel de gasto, requiere la estimación del sistema compuesto por las ecuaciones [1] y [2]. La presencia de la variable endógena *CRÉDITO* a su vez como explicativa, junto con la simultaneidad existente entre algunas de las variables incorporadas (*CRÉDITO*, *DEPÓSITOS*, *INTERÉS*) hacen

que el estimador obtenido mediante mínimos cuadrados ordinarios (MCO) incumpla las propiedades de insesgadez, eficiencia y consistencia. Considerando la información y el número de observaciones disponible, el método más adecuado es el de mínimos cuadrados en dos etapas (MC2E) (Greene, 2000). En una primera etapa, se sustituyen las variables endógenas que actúan como explicativas en la ecuación principal (*CRÉDITO_{t-1}*) por un conjunto de variables instrumentales, que se obtienen estimando sus ecuaciones en la forma reducida por MCO. Posteriormente, en una segunda etapa, se sustituyen las variables endógenas explicativas por sus estimaciones de la forma reducida, construyendo un modelo auxiliar que se estima por mínimos cuadrados ordinarios.

Teniendo en cuenta las relaciones señaladas, los signos esperados para los coeficientes de las variables explicativas, vienen dados por (6):

	Ecuación 1	Ecuación 2
CRÉDITO	+	n.d
DESEMPLEO	-	n.d
COSTELAB.....	+	n.d
INTERÉS.....	n.d	-
DEPÓSITOS.....	n.d	+

Se han utilizado datos logitudinales de carácter trimestral referidos a las diecisiete comunidades autónomas españolas. El período considerado es primer trimestre de 1999-segundo trimestre de 2001. La muestra empleada se compone por tanto de 170 observaciones en total.

3. Resultados

Los resultados del análisis se recogen en el cuadro número 2. Todos los coeficientes presentan el signo esperado. La variación de los tipos de interés fijados por el BCE en las subastas principales de financiación ha sido tenida en cuenta de forma significativa por el sistema bancario a la hora de demandar liquidez. Las entidades financieras han ampliado la base de recursos prestables ante reducciones en el coste de obtención de fondos monetarios. Por el contrario, han restringido el acceso al crédito cuando el dinero se ha visto encarecido.

El comportamiento del crédito se ha visto influenciado además, positiva y significativamente, por el correspondiente al de los depósitos. El crecimiento de este pasivo bancario tradicional ha permitido al conjunto de entidades de depósito desarrollar en mayor medida su labor de intermediación, repercutiendo positivamente sobre la asignación eficiente de los recursos financieros.

CUADRO N.º 2

IMPACTO DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA SOBRE EL NIVEL DE GASTO REGIONAL

Método de estimación: mínimos cuadrados en dos etapas (MC2E)

Número de observaciones: 170 (1999: I-2001: II)

VARIABLES ENDÓGENAS	VARIABLES EXPLICATIVAS		
	DESEMPLEO	COSTELAB	CRÉDITO(-1)
<i>GASPP</i>	-0,564718 (-1,240857)	0,644271 (4,302171)(**)	2,203147 (2,99235)(**)
	INTERÉS(-1)	DEPÓSITOS(-1)	
<i>CRÉDITO(-1)</i>	-0,455080 (-2,02616)(*)	0,536526 (16,47106)(**)	

Notas: Valor del estadístico t entre paréntesis.

(*) Estadísticamente significativo al 5 por 100.

(**) Estadísticamente significativo al 1 por 100.

(-1) Indica variable retardada un período (trimestre).

Como muestra el coeficiente positivo y significativo correspondiente a *CRED(-1)*, la ampliación de la financiación susceptible de ser obtenida por parte de empresas y hogares, ha inducido a una mejor adecuación de los planes de inversión y consumo a las restricciones presupuestarias de estos agentes. Esto ha redundado en un mayor crecimiento económico y nivel de bienestar en las regiones españolas.

Otros de los factores determinantes de la expansión del nivel de gasto per cápita regional han sido la variación del coste laboral y la tasa de paro. Con respecto al primero, el aumento de los salarios ha expandido (significativamente) la capacidad de compra de bienes y servicios en general, dada una estructura de precios y ahorro. En lo relativo a la segunda, la inestabilidad de dicha situación laboral ha reducido las posibilidades de gasto debido a la disminución de la renta disponible, aunque su influencia no parece estadísticamente significativa.

V. CONCLUSIONES

Aun cuando la política monetaria practicada por el Banco Central Europeo se establece con carácter único, esto no implica que su incidencia resulte homogénea desde el punto de vista territorial. Entre los múltiples factores que permiten explicar la disparidad de sus efectos, tanto a escala nacional como regional, ocupan un lugar destacado las diferencias estructurales de carácter económico-financiero y la intensidad con la que operan los diversos mecanismos de transmisión.

El análisis de los principales agregados macroeconómicos durante el período de vigencia de la PMU hasta

junio de 2001 sugiere que las regiones españolas han mostrado un crecimiento económico más intenso. Ello se ha reflejado en mayores tasas de crecimiento del gasto per cápita, coste laboral, crédito y depósitos, así como en una menor tasa de paro. Al contrario que en épocas anteriores, la magnitud de esta expansión ha presentado menor variabilidad interregional, si bien todavía se observan diferencias notables en el modo en el que se manifiesta el ciclo económico regional en relación con el nacional.

La conjunción de la estabilidad social que proporciona un menor nivel de desempleo, su repercusión sobre el mercado laboral y la disponibilidad de financiación en condiciones más favorables apunta a que se ha elevado el nivel de bienestar de las regiones españolas en el período analizado. La mejora en el acceso al crédito por parte de hogares y empresas parece venir motivada tanto por el desarrollo de los sectores bancarios regionales como por la política monetaria practicada por el Banco Central Europeo. En todo caso, habrá que esperar unos años para poder comprobar que estos resultados son estables, especialmente en etapas de desaceleración o recesión.

NOTAS

(1) La homogeneidad en el comportamiento de las diferentes variables macroeconómicas dependerá de la orientación de la política monetaria y de la forma en la que ésta incida sobre las mismas. Para el caso español, los análisis desarrollados con base en la aplicación de la Regla de Taylor señalan que nuestro diferencial de inflación con respecto al Eurosistema se vería reducido de darse una relajación monetaria, si bien esto vendría acompañado de una pérdida de competitividad vía precios. Por el contrario, la presencia de un escenario monetario restrictivo podría condicionar el actual proceso de crecimiento económico, generando un mayor desempleo (PATEIRO, 2001).

(2) La falta de estadísticas sobre el comportamiento del ahorro con carácter trimestral impide evaluar con precisión el comportamiento mostrado por esta variable durante este período.

(3) Utilizamos esta variable de gasto per cápita a escala nacional en este contexto, obtenida a partir de la *Encuesta continua de presupuestos familiares*, debido a que ésta es la variable que podemos conocer a escala regional y que luego emplearemos.

(4) Como puede verse en el cuadro n.º A.1 del apéndice, el ciclo económico regional se manifiesta, desde una perspectiva coyuntural, con distinta intensidad, tanto en épocas de expansión como de recesión. Esto queda de manifiesto tanto a través de las diferencias en los valores máximos y mínimos correspondientes a las variables analizadas como en el período en el que éstos se alcanzan.

(5) Véase CARBÓ (2001) para un conocimiento más detallado acerca de la evolución durante la década de los noventa del crédito, los depósitos y el saldo financiero en las regiones españolas.

(6) n.d significa que la variable no constituye argumento de la ecuación a estimar.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2001), *The Monetary Policy of the ECB*.
- BANCO DE ESPAÑA (1997), *La política monetaria y la inflación en España*, Madrid.
- BERNANKE, B., y BLINDER, A. (1992), «The federal funds rate and the channels of monetary transmission», *American Economic Review*, vol. 82: 901-921.
- BUTI, M., y SUARDI, M. (2000), «Cyclical convergence or differentiation?. Insights from first year of EMU», *Revue de la Banque*, volumen 2-3: 164-172.
- CARBÓ, S. (2001), «Balance financiero de las regiones españolas», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 161, marzo/abril: 133-141.
- DEATON, A. (1992), *Understanding Consumption*, Oxford University Press.
- DOW, C. (1987), «Post Keynesian monetary theory for a open economy», *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 9: 237-257.
- FATÁS, A. (1997), «EMU: Countries or Regions? Lessons from the EMS experience», *European Economic Review*, 47: 743-751.
- FELDSTEIN, M. (2000), «The European Central Bank and the euro: The first year», *Journal of Policy Modelling*, vol. 22, n.º 3: 345-354.
- FUKUYAMA, F. (1995), *Trust. The social virtues and the creation of prosperity*, Nueva York, Free Press.
- GERTLER, M. (1988), «Financial structure and aggregate economic activity: An overview», *Journal of Money, Credit and Banking*, volumen 20: 559-588.
- GLAESER, E; SCHEINKMAN, J. A., y SHLEIFER, A. (1995), «Economic growth in a cross-section of cities», *Journal of Monetary Economics*, vol. 36: 117-143.
- GREENE, W. (2000), *Econometric Analysis*, 4ª edición, Prentice Hall.
- INE (1999, 2000, 2001), *Encuesta continua de presupuestos familiares*, INE, Madrid.
- ISSING, O. (2001), «The euro —the experience of the past 2 years», *Journal of Asian Economics*, vol. 12: 1-20.
- LICHTENBERG, F. (1995), «Labour market institutions, liquidity constraints, and macroeconomic stability», *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 28: 145-154.
- OVERBYE, E. (1996), «Democracy as insurance», *Public Choice*, vol. 87: 319-345.
- PATEIRO, C. (2001), «Dos años de política monetaria común en un marco macroeconómico estable. Una interpretación a través de la regla de Taylor: España 1999-2001», *Análisis*, n.º 104, segundo trimestre.
- SAMOLYK, K. (1994), «Banking conditions and regional economic performance. Evidence of a regional credit channel», *Journal of Monetary Economics*, vol. 34: 259-278.
- UCTUM, M. (1999), «European Integration and asymmetry in the EMS», *Journal of International Money and Finance*, vol. 18: 769-798.
- VAN AARLE, B.; GERRETSEN, H., y VAN MOORSEL, C. (2001), «Internal and external transmissions of monetary and fiscal policies in the EMU», *Economic System*, volumen 25: 127-148.

APÉNDICE

CUADRO A.1

TENDENCIA DE LAS VARIABLES MACROECONÓMICAS EN LAS REGIONES ESPAÑOLAS. VALORES MÁXIMOS Y MÍNIMOS
(1999 primer trimestre-2001 segundo trimestre)

	TASA DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL GASTO PER CÁPITA		TASA DE PARO		TASA DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL COSTE LABORAL		TASA DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL IPC		TASA DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL DEL CRÉDITO TOTAL		TASA DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL DE LOS DEPÓSITOS TOTALES	
	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo
Andalucía	25,44	-12,68	27,71	21,52	10,13	-12,78	1,36	0,16	5,75	1,82	4,77	0,05
	(2000:IV)	(2001:II)	(1999:I)	(2001:I)	(1999:IV)	(2000:I)	(2001:II)	(1999:II)	(2000:II)	(1999:III)	(1999:II)	(1999:I)
Aragón	13,11	-14,24	10,85	6,94	15,26	-13,95	1,86	0,32	5,66	1,93	4,46	0,02
	(2001:II)	(1999:II)	(1999:I)	(2000:III)	(2000:IV)	(1999:I)	(2000:III)	(1999:II)	(2000:II)	(1999:III)	(1999:IV)	(1999:I)
Asturias	11,85	-7,26	18,83	14,27	8,83	-9,17	1,25	0,39	7,70	-1,97	6,36	-0,02
	(2000:IV)	(1999:II)	(2000:I)	(2001:II)	(2000:II)	(1999:I)	(2001:II)	(1999:II)	(1999:II)	(1999:IV)	(2001:II)	(1999:I)
Baleares.....	8,75	-12,81	11,56	4,54	16,00	-14,21	1,70	0,46	7,89	0,40	7,88	-2,17
	(2000:I)	(2000:IV)	(1999:I)	(2000:III)	(1999:IV)	(1999:I)	(2001:I)	(1999:IV)	(2000:II)	(1999:III)	(2000:III)	(1999:I)
Canarias	28,05	-20,19	15,28	12,14	9,04	-10,49	1,46	0,07	6,21	1,63	8,04	-0,32
	(2000:IV)	(2001:II)	(1999:III)	(2000:IV)	(2000:IV)	(2000:IV)	(2001:II)	(1999:IV)	(1999:IV)	(2001:I)	(1999:IV)	(2001:I)
Cantabria.....	16,80	-6,52	16,89	12,95	13,26	-14,03	1,39	0,48	7,00	-0,63	5,56	-0,89
	(2001:II)	(2000:IV)	(1999:I)	(2000:III)	(2000:IV)	(2000:I)	(2000:III)	(1999:II)	(1999:II)	(1999:I)	(2000:III)	(1999:I)
Castilla y León	18,61	-19,10	16,82	12,09	8,46	-12,81	1,54	0,52	7,05	1,44	4,58	-0,51
	(2000:IV)	(2001:II)	(1999:I)	(2001:II)	(2000:IV)	(2000:I)	(2000:III)	(2001:I)	(1999:II)	(2001:I)	(2001:II)	(1999:I)
Castilla-La Mancha ..	10,43	-6,69	16,45	11,60	12,03	-14,52	1,54	0,39	6,03	1,21	5,02	-1,01
	(2000:IV)	(2000:III)	(1999:III)	(2000:III)	(2000:IV)	(2000:I)	(2000:III)	(1999:II)	(1999:II)	(1999:I)	(1999:IV)	(1999:I)
Cataluña.....	34,32	-18,55	12,43	8,18	14,27	-11,24	1,28	0,62	7,05	0,82	5,01	2,23
	(2001:II)	(2000:IV)	(1999:III)	(2000:III)	(2000:IV)	(1999:I)	(2000:III)	(1999:II)	(2000:II)	(2000:III)	(2001:II)	(2000:I)
C. Valenciana.....	21,49	-17,87	14,97	10,55	12,01	-11,35	1,43	0,32	6,49	1,99	6,17	0,33
	(2000:IV)	(2001:II)	(1999:III)	(2001:I)	(2000:IV)	(2000:I)	(2001:II)	(1999:II)	(1999:II)	(2001:I)	(2001:II)	(1999:I)
Extremadura	32,62	-29,31	27,91	21,87	13,63	-16,38	1,39	0,07	7,57	1,40	4,00	-1,94
	(2000:IV)	(2001:II)	(1999:III)	(2001:II)	(2000:IV)	(1999:I)	(2000:III)	(1999:IV)	(1999:II)	(2001:I)	(1999:IV)	(1999:I)
Galicia	22,88	-14,90	17,10	14,24	7,34	-16,62	1,33	0,63	7,21	1,59	4,05	-0,05
	(2001:II)	(2000:IV)	(1999:I)	(2000:IV)	(1999:III)	(1999:I)	(2001:II)	(1999:II)	(2001:II)	(2000:IV)	(1999:IV)	(1999:I)
Madrid.....	27,73	-17,31	14,78	9,67	11,55	-5,18	1,24	0,24	9,97	-3,25	8,98	-3,09
	(2001:II)	(2000:IV)	(1999:I)	(2001:II)	(2000:IV)	(2001:I)	(2000:III)	(2000:IV)	(1999:II)	(2001:I)	(2001:I)	(1999:II)
Murcia	56,73	-24,48	14,59	11,27	13,05	-12,25	1,51	-0,15	9,37	5,17	6,10	-0,40
	(2000:IV)	(2001:II)	(1999:I)	(2001:II)	(1999:IV)	(1999:I)	(2000:III)	(1999:II)	(1999:II)	(1999:IV)	(2001:II)	(2001:I)
Navarra	46,90	-19,48	9,85	4,71	15,38	-14,06	1,61	0,21	5,85	0,74	5,46	-2,54
	(2001:II)	(2000:IV)	(1999:I)	(2000:II)	(2000:IV)	(2001:I)	(2000:II)	(2000:IV)	(1999:II)	(2001:I)	(1999:IV)	(2001:I)
País Vasco	13,37	-8,28	14,84	11,04	7,26	-12,76	1,27	0,39	8,47	-1,79	8,93	-3,09
	(2000:III)	(2000:I)	(1999:I)	(2001:I)	(2000:III)	(2000:I)	(2000:III)	(1999:II)	(1999:II)	(2001:I)	(2000:IV)	(2001:I)
Rioja, La	14,71	-13,18	9,32	6,88	16,43	-15,45	1,76	0,57	6,30	1,75	5,55	2,25
	(2000:III)	(2001:II)	(2000:I)	(1999:II)	(2000:II)	(2000:I)	(2000:II)	(2001:I)	(1999:III)	(1999:II)	(2000:I)	(2000:II)
España.....	12,26	-4,43	16,97	12,97	11,45	-10,63	1,26	0,39	6,59	0,72	5,12	0,83
	(2000:IV)	(2001:I)	(1999:I)	(2001:II)	(1999:IV)	(2000:I)	(2001:II)	(1999:II)	(1999:II)	(2001:I)	(2001:II)	(1999:II)

Nota: Valores expresados en porcentaje. Entre paréntesis, período en el que se alcanza.