



Revista de Fomento Social, 55 (2000), 365-390

La ejecución de la política monetaria por el Banco Central Europeo y sus efectos en diversos países^{*}

—*Adolfo RODERO FRANGANILLO y M^a del Carmen LÓPEZ MARTÍN*^{*}—

1. INTRODUCCIÓN

Conviene recordar que la política monetaria es actualmente una competencia del Banco Central Europeo (BCE), como resultado de la sustitución de las distintas políticas monetarias que eran competencia de cada uno de los bancos centrales de los diferentes Estados Miembros por una política monetaria única para el conjunto del área del euro.

El objetivo de esta política monetaria es mantener la estabilidad de

^{*} Una versión de este artículo ha sido presentada como comunicación a la XIV Reunión de Asepelt-España, celebrada en Oviedo en Junio de 2000.

^{**} Profesores del Departamento de Economía General, Ciencias Jurídicas y Sociología de la Facultad de CC.EE. y Empresariales-ETEA.

precios, que se concreta en un crecimiento máximo de los precios de un 2% anual. La estrategia utilizada para conseguir el objetivo se basa en dos *pilares*:

1. Seguimiento de las variaciones del dinero, medido a través del comportamiento de un agregado monetario amplio (M3)¹.
2. Observación de las expectativas del comportamiento de los precios en el área del euro, medido a través de la evolución de un conjunto amplio de indicadores.

Las variables consideradas para tomar decisiones de política monetaria por el BCE son principalmente las siguientes:

- El agregado monetario (M3)
- El crédito al sector privado
- Los tipos de interés a corto plazo
- Los tipos de interés a largo plazo
- La evolución de las bolsas
- Las variaciones del producto global
- Las variaciones de la demanda
- El comportamiento del empleo
- El saldo del presupuesto público
- El tipo de cambio
- El saldo de la balanza de pagos
- El nivel de salarios
- Los precios y el rendimiento de los valores de renta fija
- Las medidas de política fiscal
- Los índices de precios y costes
- Las encuestas de consumidores
- Las expectativas de inflación

Las líneas de esta política monetaria vienen recogidas de forma resumida en el esquema 1.

¹ La variable M3 mide la liquidez en un espacio económico. Comprende: a) el efectivo en circulación y los depósitos a la vista; b) otros depósitos a corto plazo; y c) otros instrumentos negociables.

ESQUEMA 1. Operaciones de política monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)

Operaciones de política monetaria	Tipos de transacciones		Vencimiento	Frecuencia	Procedimientos
	Inyección de liquidez	Absorción de liquidez			
Operaciones de mercado abierto					
Operaciones principales de financiación	Operaciones temporales (<i>repos</i>)		Das semanas	Semanal	Subastas estándar
Operaciones de financiación a más largo plazo	Operaciones temporales (<i>repos</i>)		Tres meses	Mensual	Subastas estándar
Operaciones de ajuste (<i>fine-tuning</i>)	Operaciones temporales (<i>repos</i>) Swaps de divisas	Operaciones temporales (<i>repos</i>) Swaps de divisas Captación de depósitos a plazo fijo	No estandarizado	No regular	Subastas rápidas Procedimientos bilaterales
	Compras de valores en firme	Ventas de valores en firme		No regular	Procedimientos bilaterales
Operaciones estructurales		Emisión de certificados de deuda	Estandarizado/ no estandarizado	Regular y no regular	Subastas estándar
	Compras de valores en firme	Ventas de valores en firme		No regular	Procedimientos bilaterales
Facilidades permanentes					
Facilidad marginal de crédito	Créditos con garantía prendaria		Un día	Acceso a discreción de las entidades de contrapartida	
Facilidad de depósito		Depósitos	Un día	Acceso a discreción de las entidades de contrapartida	
Coefficiente de caja				Mensual	Obligación de mantener unos saldos líquidos mínimos

Fuente: BCE (1998), p. 8

Breve descripción de las operaciones

Operaciones de mercado abierto

- Son operaciones del BCE con las entidades de crédito en los mercados para aportar (o absorber) liquidez.
- Instrumentación: adquisiciones y cesiones temporales de valores, concesión de préstamos con garantía prendaria, compraventas simples a vencimiento, *swaps* de divisas² y toma de depósitos a plazo fijo por el BCE.

² *Swap*, trueque o permuta en español, comprende dos operaciones de intercambio de dos divisas distintas.

- Tipos de operaciones:
 - *Operaciones principales de financiación*: subastas semanales con vencimiento a dos semanas. Proporcionan a los mercados la señal básica sobre la orientación de la política monetaria. Su tipo de interés es el tipo central de intervención del BCE.
 - *Operaciones de financiación a más largo plazo*: subastas mensuales con vencimiento a tres meses. Proporcionan liquidez a plazos mayores. El BCE es precio-aceptante³, ello no impide que establezca tipos de interés coherentes con los existentes en el mercado a 90 días. Suele prestar un volumen preestablecido de recursos, dejando el precio abierto en una horquilla.
- Otras operaciones de mercado abierto:
 - *Operaciones de ajuste (“fine-tuning”)*. Su objeto es regular la situación de liquidez en el mercado y controlar los tipos de interés. No tienen un calendario regular; su instrumentación es diversa; se realizan mediante subastas rápidas (restringido número de participantes) o mediante procedimientos bilaterales (una o pocas entidades, sin subasta).
 - *Operaciones estructurales*. Colocación de emisiones de certificados de depósito del BCE, operaciones temporales y compraventas simples para alterar la posición estructural del sistema bancario frente al SEBC. De carácter no regular, se realizan mediante subastas estándar y procedimientos bilaterales.

Facilidades permanentes

- Operaciones que permiten definir los límites inferior y superior de la banda de tipos de interés deseados por el BCE.
- Tipos de operaciones
 - *Facilidad de crédito*: las entidades pueden solicitar recursos a su banco central a un tipo ligeramente superior al vigente en los mercados. Son préstamos a un solo día con garantía prendaria. Su tipo de interés indica el máximo de los vigentes en los mercados a corto plazo.

³ Es decir, cada entidad financiera demanda una determinada cantidad de recursos, ofreciendo un tipo de interés. El BCE acepta estas propuestas hasta un volumen de recursos que estima conveniente.

- *Facilidad de depósito*: depósitos realizados por las entidades al plazo de un día en el Banco de España a un tipo de interés prefijado y público, el cual será el “suelo” de los tipos negociados en los mercados a corto plazo.

Coefficiente de caja

- Establecimiento de un nivel mínimo de liquidez obligatorio para las instituciones de crédito.
- Instrumentación: depósitos remunerados en el Banco de España en función de determinados recursos ajenos recibidos por las entidades.

La estabilidad de los precios ha sido definida por el BCE como “un incremento interanual por debajo del 2% del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) para el área del euro” (Boletín mensual del BCE. Enero 1999, pág. 52); en cuanto al agregado monetario amplio (M3), para su crecimiento se ha fijado una referencia del 4,5%.

2. LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE DESDE ENERO DE 1999

Enero de 1999

Las decisiones de política monetaria del mes de enero se basan en el comportamiento de las variables durante el mes anterior: diciembre de 1998⁴.

El agregado M3 creció un 4,5% en términos interanuales, siendo su media móvil trimestral, terminada en diciembre, del 4,7%. Su comportamiento responde a la tasa de referencia del 4,5%. El crédito al sector privado tuvo un fuerte crecimiento del 9,2%, a causa de la bajada de los tipos de interés de los préstamos bancarios y a la intensidad del aumento de la actividad económica.

El tipo de interés a corto plazo medido por el tipo de interés a un día en el

⁴ La fecha de publicación de las distintas variables no es coincidente, de aquí que el BCE adopte decisiones a partir de datos de variables prácticamente en tiempo real (tipos de interés, por ejemplo), de informaciones sobre la situación de las variables en el mes anterior (IAPC, M3, etc) o incluso de cifras que se producen con más retraso (balanza comercial, PIB, etc.). Todo esto determina una cierta heterogeneidad en el tratamiento de la información.

mercado interbancario europeo (EONIA) mostraron ciertas tensiones, manteniéndose alrededor del 3,2%, muy próximo al 3,25% de la facilidad marginal de crédito. Los tipos de interés de largo plazo continuaron cayendo en este periodo, posiblemente por unas expectativas favorables sobre el comportamiento de los precios.

Las bolsas experimentaron una fuerte volatilidad con un crecimiento importante a primeros de enero y un fuerte descenso en fecha posterior.

La actividad económica mostraba una ralentización del crecimiento de la producción industrial, un estancamiento del descenso del paro, mientras que el crecimiento del PIB se mantenía estable y aumentaba la confianza de los consumidores. En conjunto parece que se produjo un debilitamiento de la actividad económica.

El tipo de cambio del euro sufrió un moderado debilitamiento y la balanza comercial redujo ligeramente su superávit.

Los precios de consumo se desaceleraron y los costes laborales tuvieron una variación negativa.

Este conjunto de datos se interpretó por el BCE como una cierta tendencia a la bajada de precios. En consecuencia decidió mantener el tipo de las operaciones principales de financiación en el 3% instrumentada mediante subastas a tipo fijo.⁵ Otra medida adoptada fue la ampliación de la banda de las dos facilidades permanentes, fijando los límites en el 2% y el 4,5%, ya que se consideró que la etapa de adaptación a las nuevas condiciones de la política monetaria había terminado.

Febrero de 1999

El incremento interanual del agregado monetario M3 se aceleró en Enero situándose en un 5,7%. Las causas de este cambio pudieron ser las bajas tasas de interés y la estabilidad de los precios, por lo que el BCE interpretó que este comportamiento no indicaba un riesgo de tensiones inflacionistas. También el crédito al sector privado presentó un crecimiento superior al mes anterior, alcanzando un 10,5% en Enero, por una única razón: el reducido coste de los préstamos.

⁵ En las subastas a tipo fijo las entidades sólo presentan "pujas" o demandas de las cantidades que desean obtener.

En cuanto al tipo de interés a 3 meses se mantuvo estable, alrededor del 3,10%, si bien las expectativas sobre los tipos de interés a corto eran de una disminución de los mismos a lo largo de todo el año 1999. Mientras, los tipos de interés a largo, medidos por el rendimiento de los bonos, se mantuvieron estables en Enero, y aumentaron a lo largo del mes de Febrero, por lo que la curva de rendimientos⁶ se desplazó hacia arriba. Además de factores exteriores, la causa de esta trayectoria residía en la incertidumbre respecto al comportamiento que seguían las variables reales y monetarias en el área euro.

Las bolsas mostraron una cierta volatilidad; durante los meses de Enero y Febrero experimentaron un descenso inicialmente y una tendencia alcista después; esta evolución estuvo muy influida por el comportamiento de las bolsas en Estados Unidos.

No había nuevos datos sobre la actividad económica en general; sólo se conocieron indicadores sobre un deterioro de la confianza industrial y, por el contrario, un alto nivel de confianza de los consumidores.

La información sobre la balanza comercial, que llegaba hasta noviembre, mostraba un descenso de las exportaciones y una reducción del superávit de la balanza comercial. Mientras, la cotización del euro frente al dólar se debilitó, debido al fuerte crecimiento de la economía estadounidense.

Los precios de consumo, medidos por el índice armonizado de precios de consumo, se mantuvieron en el mismo nivel de los meses anteriores, alcanzando el IAPC un valor en Enero del 0,8% para el área del euro.

El conjunto de estas variables indicó, según el BCE que no existían presiones sobre los precios en ningún sentido, por lo que mantuvo la orientación de la política monetaria, concretada en el tipo de interés del 3% para las operaciones principales de financiación. Igualmente, no hubo variaciones en las tasas de las facilidades permanentes: 4,5% para el crédito y 2% para los depósitos.

Se realizaron operaciones a más largo plazo por un importe de 15.000 millones de euros, igual volumen que el mes anterior, al 3,04%. No hay que olvidar que estas operaciones no indican el *tono* que quiere darse a la política monetaria.

⁶ La curva de rendimientos nos indica el tipo de interés o de rentabilidad que corresponde a cada uno de los plazos de vencimiento de las emisiones de bonos o de valores en general de similares características.

Marzo de 1999

Los datos que se manejaron en Marzo de 1999 mostraban una gran estabilidad de precios. El primer pilar de la estrategia: el agregado monetario M3, experimentó un crecimiento del 5,1% en Febrero, por debajo de la tasa de Enero. Las variables monetarias mostraron signos de debilidad: ralentización del crecimiento de los crédito al sector privado, disminución de los tipos de interés a corto plazo y estabilidad de las tasas a largo plazo.

Los datos reales fueron coherentes con el comportamiento de las variables monetarias: debilidad de la actividad económica y lentitud de la recuperación de la fase de bajo crecimiento del año anterior. Las exportaciones (datos de diciembre de 1998) crecieron débilmente determinando una ligera reducción del superávit comercial. La cotización del euro frente al dólar continuó deteriorándose durante los meses de Febrero y Marzo.

El IAPC no presentó variaciones durante el mes de Febrero, manteniendo el nivel del 0,8% de incremento anual. Ante esta clara tendencia de estabilidad de los precios, el BCE decidió mantener invariable la política monetaria durante el mes de marzo, mientras que el 8 de abril redujo el tipo de interés de las operaciones principales de financiación al 2,5%. Las tasas de las facilidades permanentes se fijaron en 3,5% y 1,5% respectivamente. El propio BCE afirmaba que *la política monetaria del Eurosistema contribuye a crear las condiciones económicas que resultan esenciales para explotar el considerable potencial de crecimiento del área euro*. (Boletín mensual del BCE, abril 1999, pág. 6.). Es decir, alcanzada la estabilidad económica, se manejó la tasa de interés para facilitar el crecimiento económico del área.

Abril de 1999

El agregado monetaria M3 tuvo en Marzo un crecimiento anual del 5,2%, sólo ligeramente superior al del mes anterior. Las otras variables monetarias presentaron las siguientes variaciones: incremento importante del crédito bancario a causa de los bajos tipos de interés de los préstamos, descenso de los tipos de interés a corto plazo, motivado, sin duda, por la reducción del tipo básico del BCE del día 8 de Abril.

Todas las variables reales indicaron signos de debilidad: la actividad económica, la producción industrial y de empleo. Los indicadores de confianza mostraban, sin embargo, señales de mejoría.

La balanza comercial de Enero y Febrero mantuvo la reducción del superávit, cuyo origen se encuentra en el descenso de las exportaciones. El tipo de cambio efectivo⁷ del euro continuó debilitándose durante el mes de Abril.

El índice de precios IAPC se elevó hasta el 1% anual debido al aumento de precios del petróleo, aunque este cambio no se valoró como un riesgo importante para la estabilidad de precios. Valorado en este sentido por el BCE, se siguió la política monetaria tal como se diseñó el 8 de Abril.

Mayo de 1999

El agregado monetario M3 volvió a descender ligeramente en Abril en comparación con el mes anterior, situándose en un 5%, próximo al valor de referencia del 4,5%. Otras variables monetarias mostraban lo siguiente: crecimiento rápido de los préstamos al sector privado, determinado por las bajas tasas de interés; estabilidad de los tipos de interés a corto plazo; e incremento de los rendimientos a largo plazo de los bonos, influido esto último por la fuerte subida de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos.

Aunque en Mayo no se disponía de muchos datos sobre la actividad económica, se estimaba que era muy posible una recuperación durante el resto del año.

Las exportaciones descendieron de nuevo en el mes de Marzo, lo que determinó una reducción del superávit comercial y asimismo del superávit por cuenta corriente⁸. El tipo de cambio efectivo del euro se debilitó de nuevo durante el mes de Mayo.

El índice de precios IAPC subió ligeramente, hasta el 1,1% anual, como resultado de la evolución de los precios del petróleo; la tendencia de crecimiento del índice de precios se valoró como un fenómeno transitorio.

A la vista de todas estas variables, el BCE estimó que se presentaban unas

⁷ El tipo de cambio efectivo mide el valor de una moneda en relación con el resto del mundo, ponderando las cotizaciones de las monedas por la importancia de los intercambios con cada país en el conjunto de sus transacciones exteriores.

⁸ La balanza por cuenta corriente comprende los intercambios de bienes, de servicios y las transferencias (donaciones, remesas de emigrantes etc.) con el Exterior.

perspectivas favorables en cuanto a la estabilidad de precios y en consecuencia no adoptó ningún cambio de la política monetaria que venía realizando desde el mes anterior.

Junio de 1999

El primer pilar de la estrategia: la tasa de crecimiento de M3 se situó en Mayo en el 5,3% interanual, por encima del dato del mes anterior, alejándose del valor de referencia: 4,5% anual. Esta situación no fue interpretada como un riesgo de tensiones inflacionistas.

El crédito al sector privado se incrementó de nuevo hasta el 10%, mostrando una situación holgada de liquidez. Las tasas de interés tanto a corto como a largo plazo aumentaron presionadas por razones internas, principalmente las perspectivas de incrementos de la actividad económica y de los precios.

Efectivamente, la información sobre la actividad real mostró que en el primer trimestre se detuvo el descenso de la actividad, el crecimiento de la producción industrial se mantuvo estable y se produjo un leve descenso del desempleo.

Aunque continuó el descenso de las exportaciones, reduciendo el superávit comercial, la balanza por cuenta corriente incrementó su superávit. La cotización del euro fue algo más favorable, mostrando una clara estabilidad.

El incremento interanual del IAPC fue del 1% en Mayo, mejorando ligeramente respecto al mes de Abril.

Aunque algunos de los datos anteriores podrían dar lugar a una presión de tensiones inflacionistas, el BCE no lo interpretó en este sentido, si bien admitió que el riesgo de una situación deflacionista se había alejado. Por tanto, durante el mes de Junio mantuvo de nuevo el tipo de interés básico y demás elementos de la política monetaria que venía siguiendo.

Julio de 1999

La variable monetaria M3 tuvo, durante el mes de Junio, un crecimiento anual inferior al del mes anterior, situándose en el 5%, cifra, sin embargo, superior al valor de referencia. El crédito al sector privado continuó aumentando su crecimiento sobre el mes anterior, alcanzando un 10,9%, signo preocupante de una posible presión inflacionista. El tipo de interés a corto

plazo no varió en el segmento de operaciones a tres meses, mientras que se elevó en los segmentos más largos de los mercados monetarios, lo que podía significar unas expectativas a medio plazo de crecimiento de las tasas. Los tipos a largo plazo volvieron a aumentar, por la esperada mejoría del ciclo económico.

Efectivamente, los datos reales confirmaron una recuperación de la actividad económica, un crecimiento de la producción industrial y un aumento de la confianza de los consumidores.

En cuanto a la balanza de pagos apareció por primera vez en este año un aumento de las importaciones, lo que determinó una reducción del superávit comercial; reducción del superávit que también se produjo en la balanza por cuenta corriente.

La cotización del euro mejoró a lo largo del mes de Julio, por las mejores expectativas de la actividad económica en la zona del euro. La tasa interanual del IAPC descendió al 1% a pesar de la subida de los precios energéticos.

El BCE mantuvo su previsión favorable sobre la estabilidad de precios, por lo que no realizó variaciones de la política monetaria. No obstante apuntó una cierta preocupación por el exceso de la liquidez mantenida por los agentes de la economía privada.

Agosto de 1999

La variable M3 tuvo un crecimiento interanual de 5,6% en Julio (que pasó al 5,8% en la revisión posterior), alejándose, por tanto, del valor de referencia fijado en el 4,5% anual. El crédito al sector privado creció en un 10,4% sobre el mes anterior; aunque ligeramente inferior a la tasa de Junio: 10,9%, esta variación indicaba una importante actividad económica. Los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron estables, mientras que los rendimientos de los bonos a largo plazo crecieron, tanto por factores internos como por la influencia del comportamiento de las tasas a largo plazo de Estados Unidos.

Los datos sobre la actividad real confirmaron un incremento de la producción que podría alcanzar un 2% para el conjunto del año. También la producción industrial mostraba un cierto dinamismo coherente con la situación económica general.

La balanza comercial presentó una disminución de las exportaciones y un aumento de las importaciones, lo que dio lugar a un descenso del superávit

comercial y por cuenta corriente. La cotización del euro mostró la estabilidad de la moneda europea en los mercados de divisas.

El índice de precios de consumo, IAPC, subió al 1,1%, tanto por el nuevo incremento de los precios del petróleo, como por la debilidad del euro.

El BCE preveía que el índice de precios se mantendría dentro del tope establecido del 2%, por lo que no parecía preciso modificar la política monetaria. Los dos factores indicados anteriormente: aumento del precio del petróleo y baja cotización del euro, eran sin embargo un motivo de preocupación para el Banco.

Septiembre de 1999

La variable monetaria básica, M3, tuvo un crecimiento interanual del 5,7%, lo que confirmó la existencia de niveles holgados de liquidez, corroborado por el crecimiento del crédito al sector privado en un 10,7% sobre el mes anterior. El tipo de interés a corto plazo no varió sustancialmente en Septiembre, mientras que las tasas a largo plazo siguieron aumentando como en meses anteriores.

La actividad económica, medida por el crecimiento del PIB, mostró un mayor dinamismo, unido a un incremento mantenido de la producción industrial.

En relación con la balanza de pagos, parecía que se contenía el descenso de las exportaciones, mientras que aumentaban las importaciones; el superávit comercial fue ligeramente inferior al del año anterior y lo mismo sucedió con la balanza corriente. La cotización del euro fue relativamente volátil, con descensos al principio de Septiembre y recuperación a finales de mes.

El índice IAPC subió hasta el 1,3%, por la misma razón que en meses anteriores: el incremento de los precios energéticos.

El BCE no varió el tipo de interés básico, ni los demás instrumentos de la política monetaria, si bien indicó la necesidad de una atenta vigilancia del comportamiento de las variables, ya que la aceleración de la actividad económica presentaba ciertos riesgos de inestabilidad de los precios.

Octubre de 1999

En Septiembre, el crecimiento interanual del agregado M3 alcanzó el 5,9%, alejándose de nuevo del valor de referencia: 4,5% anual. El crédito al sector privado aumentó un 10,5% sobre el mes anterior, cifra algo más moderada que la de agosto.

Los tipos de interés a corto plazo no variaron sensiblemente, mientras que las tasas a largo plazo aumentaron, acentuando la pendiente de la curva de rendimientos. Esta variación de los rendimientos de los bonos fue producida por unas expectativas más favorables sobre el crecimiento de la actividad económica en general y de la producción industrial en particular.

Las exportaciones aumentaron en relación al año anterior respondiendo a la mejor situación de los países adelantados, sin embargo, el aumento de las importaciones impidió una mejora del saldo comercial. El tipo de cambio nominal⁹ del euro se debilitó durante el mes de Octubre, siguiendo una tendencia que podría afectar negativamente a los precios.

El índice de precios al consumo, medido por el IAPC, mantuvo en Septiembre el nivel del mes anterior; su comportamiento se vio favorecido por ciertas reformas estructurales.

El BCE no varió la política monetaria, pero ya se adelantaba una elevación del interés básico, como se pudo observar en el aumento del tipo de interés a un día (el índice EONIA) que probablemente descontó el previsible endurecimiento de la política monetaria.

Noviembre de 1999

El agregado M3 tuvo un crecimiento interanual en Octubre del 6%, situándose de nuevo por encima del valor de referencia. Los créditos al sector privado volvieron a crecer un 10,5% sobre el mes anterior, mostrando de nuevo una abundante liquidez en la zona.

Los tipos de interés a corto plazo se elevaron en Octubre, descontando la previsible subida del tipo de interés básico, y se estabilizaron después del aumento de dicho tipo de interés. Los tipos a largo descendieron después de

⁹ El tipo de cambio nominal corresponde a la cotización de una moneda: el euro, con otra moneda: el dólar. No tiene en cuenta la importancia del comercio como se hace en el tipo de cambio efectivo.

dicho aumento por la revisión a la baja de las expectativas de inflación; posteriormente volvieron a subir.

La actividad real mostraba una situación de expansión económica, a partir de los datos de la producción industrial y de los resultados de las encuestas de opinión.

Las exportaciones continuaron recuperándose, pero también lo hicieron las importaciones, por lo que el saldo de la balanza comercial mostró un superávit inferior al del año anterior. El euro se debilitó de nuevo en relación al dólar por la buena situación de la económica estadounidense.

El índice de precios de consumo, IAPC, subió en Octubre al 1,4%, debido a los aumentos de los precios del petróleo y a otras causas de origen interno.

La interpretación de estos datos es complicada ya que algunos de ellos se tuvieron en cuenta para decidir los cambios de la política monetaria y otros, por el contrario, estuvieron influidos por dichos cambios.

El comportamiento de las variables monetarias decidió al BCE a elevar, el 4 de Noviembre, el tipo de interés básico al 3%; también se aumentaron las tasas de las facilidades permanentes al 4% y al 2%. El propio Banco afirmaba que *se espera que estas decisiones contrarresten la tendencia al alza de los riesgos para la estabilidad de precios, observada desde el inicio de verano, y contribuyan, por tanto, a mantener un crecimiento no inflacionista a medio plazo* (Boletín mensual del BCE, Noviembre 1999, pág. 5).

Otra decisión adoptada por el BCE fue establecer de nuevo el 4,5% como valor de referencia del incremento del agregado M3 para el siguiente periodo anual.

Diciembre de 1999

La variable M3 tuvo un crecimiento interanual del 6%, igual a la del mes anterior y muy por encima del valor de referencia. El crédito al sector privado aumentó un 11% sobre el mes anterior, lo que confirmaba la existencia de una liquidez abundante en el área del euro. Los tipos de interés a corto plazo se normalizaron después de haber experimentado algunas tensiones ante el temor del denominado *efecto 2000*. Los tipos a largo aumentaron sensiblemente debido, probablemente, a la recuperación económica del área.

Los indicadores sobre la actividad real confirmaron el fuerte crecimiento

durante el tercer trimestre del 1999, que continuó en el cuarto trimestre apoyado en un importante aumento de la producción industrial.

Las exportaciones e importaciones continuaron aumentando y el superávit de la balanza comercial se situó sólo ligeramente por debajo del año anterior. La cotización del euro se mantuvo casi invariable a lo largo del mes de diciembre.

El índice IAPC subió de nuevo en noviembre hasta el 1,6%, debido al comportamiento de los precios energéticos unido a algunos factores interiores.

El BCE decidió mantener el tipo de interés básico y demás componentes de la política monetaria, si bien algunos de los datos comentados apuntaban un riesgo de tensiones inflacionistas.

Enero de 2000

La variable monetaria M3 tuvo en Diciembre un crecimiento interanual del 6,1%, superior ligeramente a la del mes anterior. El crédito al sector privado creció en este mes un 10,5% sobre el mes anterior. Ambos datos mostraron de nuevo un exceso de liquidez que podía poner en peligro la estabilidad de los precios.

Los tipos de interés a corto plazo se elevaron en Enero, descontando una posible subida del tipo de interés básico. Las tasas a largo plazo también crecieron en Enero, por las favorables expectativas de una recuperación sólida de la actividad económica.

Efectivamente, el crecimiento del PIB del área del euro confirmó una importante expansión de su economía durante el último trimestre de 1999 y comienzo de 2000. Esta evolución también se manifestó en el descenso de la tasa de desempleo.

Los intercambios comerciales mostraron las mismas tendencias del mes anterior: aumento de exportaciones e importaciones, superávit ligeramente inferior al del año anterior. El euro se depreció en Enero, comportamiento que constituía un riesgo para la estabilidad de precios.

El índice IAPC volvió a aumentar hasta el 1,7%, por las mismas razones de los meses anteriores, manteniendo una tendencia de aumento para el futuro.

El BCE mantuvo los mismos elementos de la política monetaria durante el

mes de Enero, si bien se contaba con un próximo endurecimiento de la política.

Febrero de 2000

Los datos de las variables durante el mes de Febrero no han sido publicadas aún¹⁰, por lo que nos limitamos a recoger las decisiones del BCE. Como se esperaba, el 3 de Febrero el BCE elevó el tipo de interés de las operaciones principales de financiación al 3,25%, y las tasas de las facilidades permanentes al 4,25% y 2,25%. El propio Banco indicaba que la decisión *se basa en su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios a medio plazo. Se consideró que los dos pilares de la estrategia de política monetaria señalaban la existencia de riesgos alcistas para la estabilidad de precios* (Boletín mensual del BCE, Febrero 2000, pág. 5).

El 16 de Marzo, el BCE volvió a adoptar una nueva subida del tipo de interés básico, que se fijó en un 3,5%. La decisión se justificó por la amplia liquidez monetaria y las crecientes presiones sobre los precios al consumidor, por la subida de los precios del componente energético y la debilidad del euro. Para los próximos meses no se descartan nuevas subidas del tipo de interés básico¹¹.

A modo de resumen de los meses analizados, en el esquema 2 se muestran las etapas que se pueden distinguir en el período transcurrido desde enero de 1999 y las principales características de las mismas, así como las decisiones adoptadas por el BCE.

¹⁰ El análisis realizado se ha cerrado a 15-4-00.

¹¹ Estando en prensa este artículo se han llevado a cabo nuevas subidas de los tipos de interés por parte del BCE. En concreto, las fechas en las que estas subidas fueron decididas y la cuantía de las mismas fue la siguiente: el 16 de marzo el tipo de interés pasó del 3,25% al 3,5%; el 27 de abril, del 3,5% al 3,75%; el 8 de junio del 3,75% al 4,25%; la última variación se realizó el 31 de agosto, aumentando hasta el 4,5%.

ESQUEMA 2. Principales aspectos de la evolución de la zona euro desde enero de 1999

Etapa	Comportamiento de las variables	Decisiones del BCE
<i>Enero-Junio 99</i>	Relativa estabilidad de precios Debilidad de la actividad económica Holgura de liquidez	8-4-99: Reducción del tipo de interés del 3% al 2,5%.
<i>Junio-Octubre 99</i>	El crecimiento de los créditos muestra exceso de liquidez y tensiones inflacionistas Recuperación de la actividad económica Ligero aumento del IAPC	Mantenimiento del tipo de interés
<i>Noviembre 99-Febrero 00</i>	Expansión de la actividad Aumento del IAPC Crecimiento de la liquidez	Incrementos sucesivos de los tipos de interés: 4-11-99 del 2'5 al 3% 3-2-00 del 3 al 3,25%

Fuente: BCE (varios números), *Boletín mensual* y elaboración propia

3. LOS EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN DIVERSOS PAÍSES DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA (UEM)

La existencia de la UEM y la realización de una política monetaria única por parte del BCE para toda la Unión podría implicar, en principio, que no existieran diferencias entre los niveles de inflación en las distintas zonas (países) de la misma. Esta situación se produciría si la inflación fuese un fenómeno exclusivamente monetario y si la traslación de las medidas de política monetaria adoptadas fuera igual en todos los países. Sin embargo, en la realidad, aunque todos los países de la UEM compartan la misma moneda y la misma autoridad monetaria, no presentan niveles de precios idénticos: la transmisión de la política monetaria no se produce igual en todos ellos¹² y, además, su estructura económica, sus mercados de trabajo y de productos, y sus ritmos de crecimiento también presentan aspectos divergentes. En definitiva, todo esto lleva a que existan diferencias en los niveles de inflación entre estos países¹³.

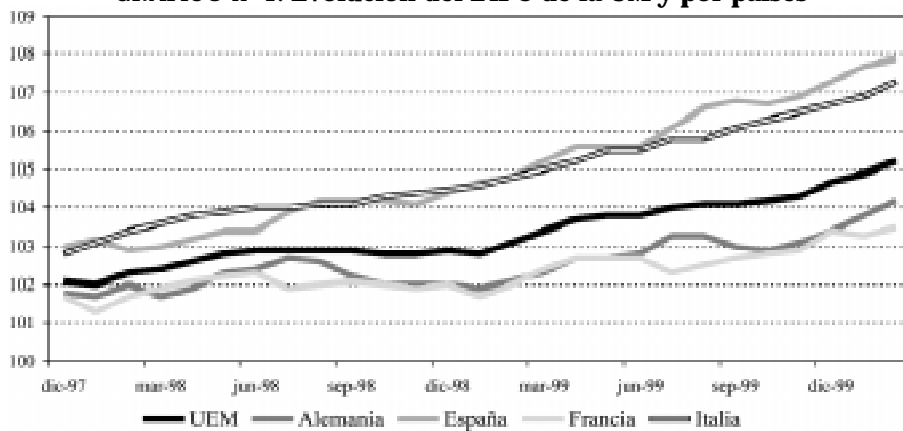
¹² Un análisis de este aspecto se realizó en A. RODERO y M. C. LÓPEZ (1998)

¹³ El análisis de los diferenciales de inflación entre los países de la UEM se realizó por E. ALBEROLA (1998).

Teniendo en cuenta esta situación, el objetivo que nos planteamos en esta segunda parte del trabajo es analizar (aunque sólo sea de forma superficial), si desde que el BCE ha estado realizando la política monetaria única (el 1-1-99), estas diferencias entre países siguen existiendo en la misma medida que antes y, además, si el efecto de las medidas adoptadas ha sido similar en ellos. Para realizar este análisis se han tomado los datos correspondientes a los precios de la UEM y de cuatro países pertenecientes a la misma: Alemania, Francia, España e Italia¹⁴.

Los datos relativos al IAPC durante los años 1998, 1999 y los dos primeros meses del 2000 se han recogido, para la UEM y para los 4 países citados, en el gráfico nº 1; el cual permite apreciar también las diferencias del citado índice para cada país con respecto a la media de la UEM y la situación relativa de España frente al resto de los países considerados.

GRÁFICO nº 1. Evolución del IAPC de la UM y por países



Fuente: Banco de España (2000), *Boletín estadístico*, Abril.

El comportamiento de los precios durante 1998 y 1999

Si nos fijamos en los datos del gráfico nº 1, el primer fenómeno que se aprecia es que el año previo al inicio de la Unión Monetaria fue un ejercicio

¹⁴ Se han elegido, además de España, los países que se han considerado más representativos y más importantes en cuanto al volumen de su economía.

caracterizado por un bajo nivel de los precios y con reducidas tasas de inflación tanto en el conjunto de la Unión, como en los países que hemos tomado. Por el contrario, a partir del verano de 1999 y durante los primeros meses del 2000, se ha producido un aumento de los niveles de inflación en todo el área euro, que, como es lógico, también se observa en los cuatro países considerados.

Prescindiendo por el momento del análisis espacial, ya se ha comentado en la primera parte de este artículo que la principal causa que explica el aumento de la inflación se encuentra en la subida de los precios del petróleo; a este factor se han unido la depreciación del euro con respecto al dólar a lo largo de este ejercicio, que reforzó los efectos de esta subida, y el mayor nivel de actividad económica. Estas circunstancias son las que explican que, a pesar de que a primeros de abril del 99 el BCE decidiera una disminución del tipo de interés de las operaciones principales de financiación dentro de un contexto de estabilidad de precios, en el mes de noviembre del mismo año se decidiera un incremento del mismo, que lo situó en el nivel de partida del mes de enero de 1999. Posteriormente, la persistencia de las tensiones inflacionistas *forzó* a la autoridad monetaria a decidir nuevos incrementos de los tipos de interés, que además no se descartan para los meses próximos.

En cuanto a los efectos de las medidas adoptadas, como es sabido, las repercusiones de las decisiones de política monetaria no se aprecian de forma inmediata¹⁵; en los datos relativos a las tasas de incremento del IAPC se observa que la decisión de subir los tipos de interés por parte del BCE (en los meses de noviembre, febrero y marzo) no se ha traducido aún en una ralentización de dichas tasas, es más, los datos disponibles hasta el momento (que se refieren al mes de marzo del 2000), muestran que la tasa interanual del IAPC durante los dos primeros meses del 2000 se mantiene constante en el 2,1%, lo que supone un ascenso de la misma desde el nivel máximo alcanzado en diciembre de 1999, en el que se situó en el 1,8%.

Los niveles de precios en distintos países de la UEM

La información recogida en el gráfico nº 1 permite observar claramente que, a pesar del esfuerzo que supuso el cumplimiento de los criterios de convergencia, los niveles de precios de los distintos países de la UEM distan

¹⁵ Sobre los efectos reales de la política monetaria puede consultarse J. VIÑALS y J. VALLÉS (1999), pp. 1-13.

aún de ser idénticos¹⁶. Así, tomando únicamente los datos relativos a los cuatro países que se han considerado aquí, es fácil apreciar la existencia de dos *grupos*: el primero, caracterizado por presentar unos niveles de inflación y unas variaciones interanuales inferiores a la media, está formado por Francia y Alemania; por su parte, España e Italia formarían el segundo grupo que presenta unos valores claramente superiores a los del promedio de la UEM.

Aunque el número de datos que se han considerado en este artículo es muy reducido como para realizar análisis estadísticos que tengan la suficiente validez, sí que parece apreciarse que durante 1999, las diferencias existentes entre los niveles del IAPC en cada uno de los cuatro países y los existentes como promedio en la UEM no sólo no se han reducido, sino que se han ampliado. Así, si tomamos el caso de España, el promedio de las desviaciones existentes entre el IAPC español y el medio de la UEM, se ha situado en el período de enero-99 a febrero-00 en 2,24 puntos como promedio frente a los 0,99 puntos que, también como media, existieron durante 1998. Incluso en el caso de Alemania, en el que las diferencias fueron más reducidas, se alcanzaron valores distintos: 0,56 puntos durante 1998 y 1,04 en 1999-2000.

Estas cifras inducen a pensar que, al menos en principio, la existencia de una moneda única y una sola autoridad monetaria no han hecho que las divergencias en los precios existentes entre los distintos países de la UEM se reduzcan; parece que las peculiaridades propias de cada economía han pesado más que la *unificación* en cuanto a la toma de decisiones para todo el conjunto del área. Estas circunstancias nos llevan a pensar que esta centralización ha llevado, por lo que los primeros resultados indican, a que las decisiones que se toman teniendo en cuenta la situación que existe en el promedio de la Unión Monetaria no sean igualmente adecuadas para todas las economías que la forman, ya que, en unos casos, pueden resultar demasiado duras y, en otros, no todo lo severas que en principio sería necesario.

Esta afirmación parece corroborarse con los datos que se han producido durante el período transcurrido desde enero de 1999: en los dos países que presentaban los índices de precios más bajos, el promedio se ha hecho aún más reducido (lo que ha hecho que el diferencial con respecto a la UEM se

¹⁶ A pesar de esto, los actuales diferenciales de inflación entre los países de la UEM son, en comparación con los existentes en el pasado, notablemente reducidos.

amplíe y se haga más negativo); por su parte, en los dos países en los que existía una inflación mayor, las condiciones de liquidez más holgada existentes durante la primera parte de 1999 han hecho que el IAPC se haga mayor y que, al menos de momento, los incrementos en los tipos de interés del BCE no hayan dado lugar a una reducción de su ritmo de crecimiento, por lo que las diferencias que presentaban con respecto al promedio de la UEM se han ampliado.

Si se observan los datos relativos a la evolución del IAPC se aprecia que, fundamentalmente, la ampliación de los diferenciales entre cada país y el promedio de la UEM se produce a partir del verano de 1999 (en los meses de julio o agosto, según los países), que es el momento en el que comienza a apreciarse una cierta holgura de liquidez así como síntomas de una mayor actividad económica, al tiempo que se siguen produciendo incrementos en los precios energéticos. Precisamente en las diferencias de la actividad económica entre los países y en la distinta dependencia que cada uno de ellos presenta respecto a los precios del petróleo puede encontrarse la causa que explica este aumento en las diferencias en el valor del IAPC, y no tanto en las medidas adoptadas por el BCE, ya que aún no ha transcurrido el tiempo suficiente como para apreciar el impacto que estas decisiones tiene en cada economía¹⁷.

En cuanto a los incrementos interanuales del IAPC, de los datos disponibles se puede deducir que las diferencias entre las tasas de variación de los distintos países y de la UEM no presentan unas diferencias tan elevadas como las que se registraban en el valor del IAPC y que, además, no existen cambios tan elevados en sus valores como los que, en algunos casos, se registraban en el IAPC. En todo caso, tomando este indicador también se puede afirmar que las diferencias entre las distintas economías que integran la zona euro siguen persistiendo.

Considerando otras variables, la ampliación de los diferenciales de inflación en los distintos países en principio podría haber dado lugar a que los mercados hubieran tenido en cuenta esta situación si se considerase que es algo que puede permanecer en el futuro, lo que afectaría a otros indicadores

¹⁷ A pesar de todo, también cabría preguntarse si, en el caso de que el BCE hubiera llevado a cabo una cierta diferenciación espacial en sus decisiones o hubiera dejado un mayor margen de maniobra a los bancos centrales nacionales para que éstos hubieran reaccionado en cada caso en función de las condiciones existentes en su país, se hubieran presentado las mismas diferencias que se han producido.

más *nacionales* como los tipos de interés a largo plazo o las cotizaciones bursátiles. En este sentido, los datos correspondientes a los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en el mercado secundario para la UEM y para cada uno de los cuatro países que se han considerado, no parecen mostrar una variación importante durante el período 99–2000. De hecho, a lo largo de los últimos años, los diferenciales de tipos de interés entre cada país y el promedio de la UEM se han mostrado bastante estables, lo que muestra que dichos tipos de interés ya han *descontado* los diferenciales de inflación entre los países.

Entrando en algo más de detalle, se aprecia que en el caso de los dos países con menor IAPC (Francia y Alemania), los tipos de interés de la deuda a largo plazo son inferiores a los de la UEM (el diferencial es negativo), mientras que en los dos países con mayor inflación (Italia y España), los tipos de interés son mayores que el promedio de la Unión (y el diferencial es positivo); en ambos casos, no obstante, los valores alcanzados por ese diferencial no han sufrido variaciones muy importantes durante 1999 en comparación con los existentes en el año anterior; es más, en el caso de los países con las mayores tasas de inflación, lo que parece apreciarse es una disminución del diferencial que puede asociarse precisamente a la pertenencia de ambos a la UEM.

En definitiva, parece que es algo *normal* que en la zona euro se presenten diferenciales de inflación, ya que las características de las economías que la forman son diferentes y, además, como el propio BCE reconoce (BCE 1999, pp. 39–45), existen tanto factores especiales, como otras fuerzas económicas más profundas, que pueden generar diferencias entre las tasas de variación del IAPC de los países de la UEM¹⁸. Incluso, comparando los diferenciales de inflación existentes en la zona euro con los que se presentan a nivel regional en una unión monetaria ya consolidada, como es la de los Estados Unidos, se puede apreciar que la magnitud de estos diferenciales en los últimos años es similar en ambas zonas.

Todo esto justifica que, aunque el análisis de las diferencias entre países tenga utilidad, la política monetaria única sólo se fije en la estabilidad de

¹⁸ Entre los primeros se destacan las diferentes pautas de consumo en los países, la falta de sincronización de las medidas de política nacionales (cambios en la tributación indirecta o medidas de liberalización) y los factores específicos de cada país (por ejemplo las condiciones climáticas). Entre las segundas, el BCE destaca fundamentalmente dos: el propio proceso de convergencia hacia un nivel común de los precios que debe producirse en la zona del euro y las diferencias en los determinantes de la demanda.

precios en el conjunto de la zona. De hecho, aunque se quisiera realizar una política monetaria diversificada, la existencia de una moneda única y de un mercado interbancario común para toda la zona del euro, no hace posible que esta actuación se pueda llevar a cabo.

Los niveles de precios en España

Aunque ya se ha adelantado en el apartado anterior, realizamos aquí un breve comentario del caso español. Ya se ha indicado que España presenta tasas de inflación claramente superiores a las existentes como promedio en la Unión Monetaria, sin embargo, este hecho no parece haber afectado al mercado secundario de deuda a largo plazo, en el que las tasas de rendimiento negociadas no sólo no han aumentado la diferencia que mantenían con las existentes como promedio para la UEM, sino que muestran una disminución desde el mes de enero de 1999.

En cuanto a los precios, a partir del verano de 1999 se observa un incremento de la diferencia entre el IAPC español y el medio de la Unión. Esta circunstancia puede ser consecuencia de la diferente fase del ciclo económico por la que atravesaba España con relación a la existente en la zona euro, con tasas de actividad más elevadas en el caso español. Por otra parte, la mayor sensibilidad de la economía española a los precios del petróleo, ha hecho que la subida de sus precios afecte en mayor medida al IAPC español; además también puede haber influido en este comportamiento de los precios el aumento del saldo negativo de la balanza de pagos por cuenta corriente española, junto con la comentada depreciación del euro. En definitiva, han existido varios aspectos específicos de la economía española que han tenido una influencia importante y que pueden explicar la divergencia entre los precios en España y los correspondientes al promedio de la UEM. Ante todo esto, se puede afirmar que la pertenencia de España a la Unión Monetaria (con todo lo que ello implica), no ha sido lo suficientemente importante (al menos de momento) como para que el comportamiento del IAPC español sea similar al de la media de la Unión.

Por otro lado, en cuanto a la situación española, comparándola no ya con la media de la UEM sino con cada uno de los restantes países considerados en este trabajo, las diferencias entre el IAPC español y el de cada uno de los otros tres países se han ampliado en los últimos meses, lo cual en parte es lógico ante lo que sucedía al realizar la comparación con la media de la Unión.

Sin embargo, este hecho, aunque en parte podía esperarse, cabe ser calificado de preocupante, ya que muestra un empeoramiento de la situación española con respecto a la de los países más importantes del área euro, incluso con relación a algunos, como Italia, que en principio tenían una situación semejante a la española.

4. CONCLUSIONES

La política monetaria del Banco Central Europeo ha mantenido claramente como objetivo prácticamente único la estabilidad de los precios, adaptándose por tanto, a la definición de la política monetaria establecida por la Unión Europea. Sólo en aquellos momentos en que la estabilidad estaba plenamente asegurada se atendió otro objetivo: el crecimiento de la actividad económica, colaborando de esta forma a la política económica comunitaria.

El instrumento básico de esta política ha sido el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, que han marcado el tono de la política monetaria. La cantidad adjudicada en estas subastas ha tenido un cierto carácter acomodante, adaptándose a las demandas de liquidez de la economía del área. Otras medidas: los tipos de interés de las facilidades permanentes de financiación y las subastas de financiación a más largo plazo no son, en sentido estricto, medidas de política monetaria, sino medidas de acompañamiento del instrumento básico.

El índice que ha determinado estas decisiones ha sido el índice de precios IAPC, y sus expectativas de variación; al fin y al cabo este índice no es un mero indicador, sino que constituye el propio objetivo de la política. La situación de la liquidez, detectada por las variaciones de M3 y del crédito al sector privado ha sido también un elemento clave en la formación de expectativas.

El resto de las variables han sido aspectos a considerar que han completado la información, pero que no han afectado claramente a las decisiones del BCE. Así las variaciones de la tasa de interés a corto plazo se han valorado habitualmente como una respuesta a la política monetaria, mientras que los cambios del tipo a largo plazo se han relacionado, sobre todo, con la situación de la economía real.

El comportamiento de la economía real y sus expectativas han sido valoradas como elementos de estabilidad o inestabilidad de los precios. Sin embargo, la cotización del euro no ha determinado en ningún momento una

política de intervención del BCE, si bien su debilidad en todo este periodo ha preocupado al Banco, por sus efectos sobre la estabilidad de precios en general.

En cuanto a los efectos espaciales, la política monetaria de la BCE no ha tenido, probablemente, los mismos efectos en los distintos países considerados, ya que el comportamiento de la inflación ha seguido un camino divergente; dado que las presiones inflacionistas no han disminuido para el conjunto del área, se podría opinar que la política monetaria ha tenido una evolución que no ha conseguido aún efectos claros sobre la variación de los precios. Por otra parte, las tensiones inflacionistas se manifiestan de forma distinta en cada uno de los países, como era de esperar, ya que sus raíces tienen un carácter real.

En conclusión, una política monetaria única para un grupo de países presenta más dificultades que en un Estado concreto y es posible que no lleve a una convergencia de las variaciones de precios. El carácter de la política monetaria, expuesto en la primera parte del trabajo, impide una modulación espacial de su instrumentación, lo que hace más difícil y más dolorosa la adaptación a una política monetaria única. Además, existe una decisión clara por parte del BCE sobre el objetivo de la política monetaria única que sólo puede orientarse hacia la estabilidad de precios en el conjunto de la zona. Por ello, si se produjeran diferenciales que originaran variaciones indeseadas en la competitividad y desequilibrios en los distintos países, sería necesaria una respuesta por parte de las autoridades nacionales, en el sentido de adoptar medidas de política económica de carácter estructural.

BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA ILA, E. (1998), «¿Son posibles las divergencias en inflación entre los países de la Unión Monetaria?», *Boletín económico del Banco de España*, Noviembre, pp. 61-71
- BANCO CENTRAL EUROPEO (1998), *La política monetaria única en la tercera etapa. Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC*, Frankfurt, BCE
- BANCO CENTRAL EUROPEO (1999), «Diferenciales de inflación en una unión monetaria», *Boletín mensual*, octubre, pp. 37-47
- RODERO, A, LÓPEZ, M.C., (1998), «La ejecución de la política monetaria en la Unión Monetaria Europea. Un enfoque espacial», *Revista de Fomento Social*, nº 53, pp. 483-503.
- VIÑALS, J. y VALLÉS, J. (1999), «La política monetaria y la economía real», *Boletín económico del Banco de España*, Octubre, pp. 1-13
- BANCO CENTRAL EUROPEO (varios números), *Boletín mensual*.
- BANCO DE ESPAÑA (varios números), *Boletín económico*.
- BANCO DE ESPAÑA (varios números), *Boletín estadístico*.