

Los efectos diferenciales de la política monetaria del BCE a través de los mecanismos de transmisión en la Eurozona

Antonio Calvo Bernardino*
María del Mar Parejo Alcázar*

A raíz de la entrada en vigor de la UEM, los países miembros han cedido el control de la política monetaria y cambiaria al Banco Central Europeo (BCE).

La literatura especializada en la efectividad de las políticas monetarias señala varios canales de transmisión, que dependen fundamentalmente de la estructura económica y financiera de cada país.

Este trabajo pretende arrojar una primera evidencia sobre el hecho de que ante distintas economías, la política monetaria única tendrá un impacto diferenciado entre países. Para ello, se han seleccionado varios Estados miembros y se han estudiado las diferencias estructurales que pueden generar una transmisión dispar de los impulsos de la política monetaria única en ellos.



COLABORACIONES

Palabras clave: mecanismos de transmisión, BCE, política monetaria, estructura económica, estructura de la empresa, zona euro.

Clasificación JEL: E58, F00, F02.

1. Introducción

Desde que en 1999 doce de los Estados miembros de la Unión Europea (UE) adoptaron el euro como moneda nacional, el control sobre la política monetaria de la Eurozona lo ostenta el Banco Central Europeo (BCE), con el reto, de acuerdo con los principios generales de su instrumentación, de que la política mo-

netaria única tenía que ser efectiva en todas y cada una de las regiones que conforman la Unión Económica y Monetaria.

La nueva situación hizo que se debatiera acerca de las diferencias existentes entre las distintas economías de los Estados firmantes. Los más críticos ponían de manifiesto la rigidez de la economía de algunos de los países miembros y cómo ésta marcaría una transmisión de la política monetaria muy distinta al resto de las regiones, que podría traer consigo importantes costes en materia de empleo y cre-

* Universidad San Pablo-CEU.

cimiento, ya que aquellos no se podrían valer de los mecanismos de ajuste monetario y cambiario.

Una vez transcurridos los primeros años de andadura de la UEM es momento de evaluar si existen motivos suficientes para pensar que las diferencias estructurales regionales debidas a factores no financieros (como pueden ser la existencia de bienes no comercializables, la distancia entre los centros de producción y consumo, la inmovilidad de recursos naturales, la ausencia de movilidad de otros factores productivos, etcétera) harán que, de hecho, la misma política se transmita de forma distinta a las economías de cada uno de los Estados miembros de la Eurozona.

Para ello, este trabajo presenta brevemente el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria en la UEM para, después, comenzar con el estudio pormenorizado de cada uno de los eslabones de la cadena de transmisión en una serie de países seleccionados de la zona euro. Por último, se presentan las conclusiones más importantes de política monetaria para la UEM, que se derivan del mismo.



COLABORACIONES

2. Análisis de los principales canales de transmisión de la política monetaria

De manera sencilla, se podría decir que, en la Unión Monetaria, el mecanismo de transmisión de la política monetaria única seguiría los siguientes pasos.

En primer lugar, los cambios en la variable de decisión del BCE llevan a modificaciones en las condiciones monetarias y financieras en cada uno de los países miembros de la UEM, que, a través de diversos canales, modifican la toma de decisiones de gasto por parte de los agentes

y, por tanto, al nivel general de la demanda de bienes y servicios en cada economía. Los cambios ocasionados en el nivel de demanda respecto a la oferta llevarán, a su vez, a variaciones en la tasa de inflación.

Por otro lado, en una perspectiva abierta, los movimientos en el tipo de cambio tienen efectos directos sobre los precios relativos de las importaciones y exportaciones y, en consecuencia, sobre la oferta y la demanda agregadas. Además, se producen efectos inducidos por las variaciones de la demanda y la oferta del resto de la UEM sobre esas mismas variables en cada Estado miembro independiente (1).

Existe un canal adicional derivado del impacto de las decisiones de política monetaria sobre las expectativas de los agentes en relación con la evolución futura de los precios y de la actividad.

La política monetaria, pues, puede afectar a la economía real a través de diversos canales y la rapidez e intensidad de la transmisión dependerá de diferentes factores estructurales.

Con el fin de llevar a cabo una medición de la efectividad con la que se transmite la política monetaria del BCE a los países miembros y de analizar si existen diferencias estructurales significativas entre ellos, que provoquen efectos diferenciados, en este artículo se estudiará el caso de España y se establecerá una comparación con Francia, Alemania, Italia, Bélgica y Holanda, siguiendo el mismo esquema que el trabajo desarrollado por HM Treasury (2003); es decir:

1. El primer paso será observar el impacto de un cambio en el tipo de interés oficial sobre los tipos de mercado, el precio de los activos, las expectativas y el tipo de cambio.

(1) Aspecto que llamaremos *efecto UEM* como en Servicio de Estudios del Banco de España (2005).

2. El segundo paso será analizar el efecto del cambio en los tipos de mercado, los precios de los activos y las expectativas sobre las decisiones de gasto.

2.1. El impacto de la política monetaria sobre los tipos de interés de mercado, el precio de los activos, las expectativas y el tipo de cambio

De acuerdo con la teoría acerca de los canales de transmisión de la política monetaria, una variación en el tipo de interés oficial como consecuencia de un cambio en las condiciones monetarias del BCE se transmitirá, vía tipos de interés en el mercado interbancario, a los tipos de mercado que los bancos cobran a sus clientes (empresas y particulares) por los préstamos y ofrecen a los mismos por sus ahorros; también al tipo de cambio por la actuación de los inversores; a las expectativas (pues la política monetaria sirve de guía para los agentes económicos); y al precio de los bonos y otros títulos (que está relacionado de forma inversa con las variaciones en el tipo de interés).

La literatura existente acerca de la repercusión que tienen los cambios en los tipos de interés oficiales sobre los de mercado, tanto antes de la Unión Monetaria (2) como en la actualidad (3), advierte que existen importantes diferencias no sólo en la velocidad, sino también en la intensidad de transmisión según el país de la UEM que se estudie. Con el paso de los años se espera que en la Unión Monetaria tal heterogeneidad tienda a reducirse y que se produzca, por tanto, un proceso de convergencia en estos términos.

(2) Para más detalles véase Borio y Fritz (1995) o Cottarelli y Kourelis (1994).

(3) Para más detalles véase Mojón (2000), Hoffman y Mizen (2004). Especialmente interesante resulta Kok y Werner (2006).

2.1.1. La transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés del mercado interbancario

Para analizar el proceso de transmisión, es preciso, en primer lugar, determinar el impacto de los cambios en la política monetaria del BCE sobre los tipos de interés del mercado interbancario. En general, las condiciones del mercado aseguran una rápida transmisión en este sentido; de hecho, si el mercado se anticipa correctamente al *policymaker*, los tipos del interbancario deberían seguir de cerca a los tipos oficiales.

Tal y como se observa en el Gráfico 1, la evolución del tipo de interés de refinanciación del BCE y del Euribor se aproximan bastante en todo el período. No obstante, en los últimos meses, tanto por la falta de liquidez en el sistema como por las expectativas de subidas del tipo de interés oficial, el mercado interbancario ha transmitido un impulso monetario aún más contractivo que el propio BCE.

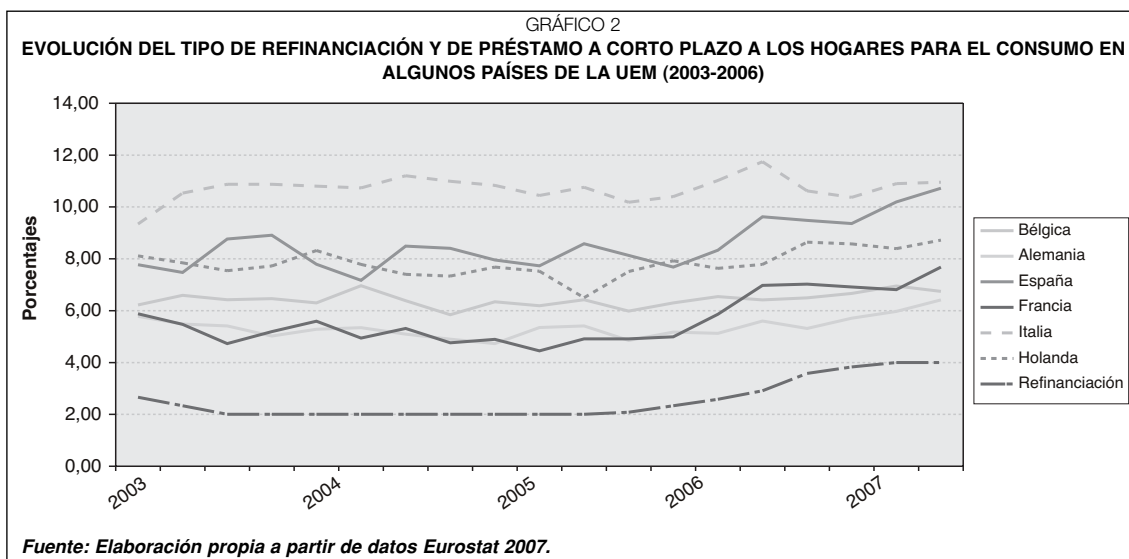
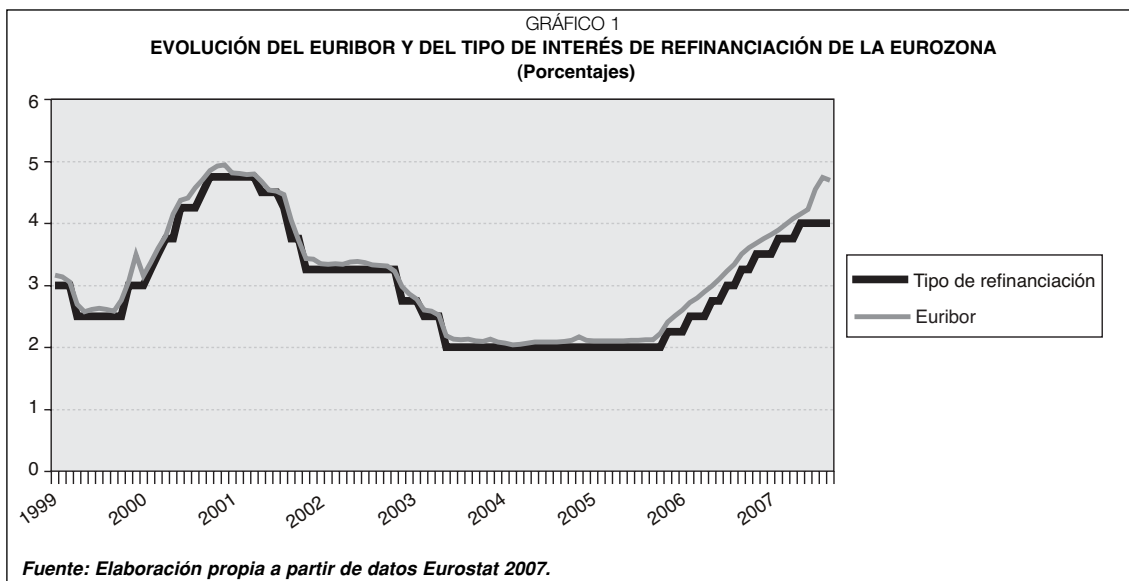


COLABORACIONES

2.1.2. La transmisión de los tipos de interés del mercado interbancario hacia los tipos de interés de mercado

En los últimos años, se ha prestado especial interés a las diferentes reacciones del sector bancario de cada país, en la fijación de tipos de interés, bajo el escenario de un régimen de moneda única. A este respecto, la mayoría de los estudios ponen de manifiesto claras diferencias en la velocidad y grado de transmisión de los impulsos monetarios, especialmente en el corto plazo (Hofmann y Mizen 2004, de Bondt 2005).

A esa dimensión temporal, la traslación de la política monetaria no es tan clara ni tan rápida, porque los bancos entienden



COLABORACIONES

que las relaciones con sus clientes se pueden ver deterioradas en caso de producirse muchas alteraciones (4).

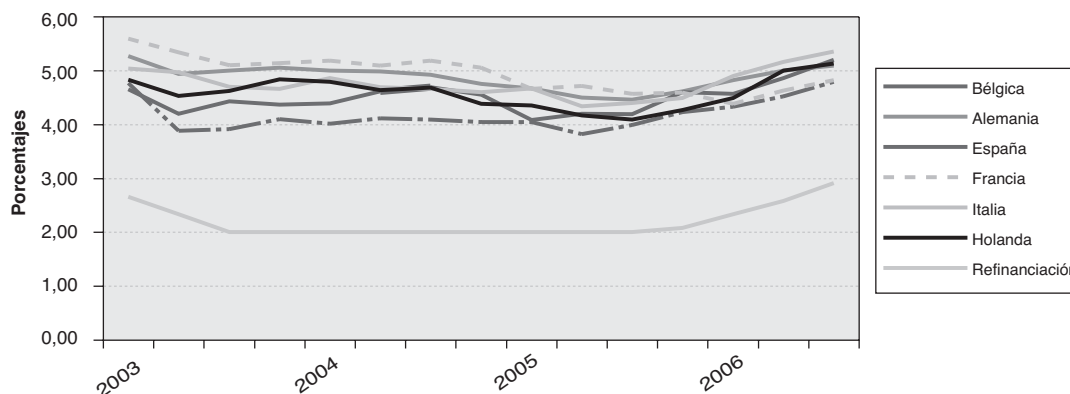
En el Gráfico 2 se puede observar la evolución de los tipos de interés de mercado. En primer término, la serie se separa considerablemente más de la evolución de los tipos del BCE que la del tipo de in-

(4) Por ello, los tipos a largo plazo tampoco reflejarán de una forma tan evidente las variaciones en el tipo de interés oficial, ya que no sólo se ven influidos por los cambios en éste, sino también por las expectativas acerca de los tipos futuros. Esta menor reacción de los tipos de interés a largo plazo podría entonces ser consecuencia de unas menores expectativas de cambios en éstos y viceversa.

terés del mercado interbancario (entre 2,5 y 8 puntos), siendo Italia, España y Holanda los países con una diferencia más acusada y éstos dos últimos, junto con Francia, son los que han transmitido con mayor fidelidad las actuaciones del *policy-maker* de los últimos tiempos.

En este sentido, Kok y Werner (2006) señalan que la fuerte competencia existente en el mercado español, hace que los bancos ajusten rápidamente los tipos de interés de los créditos concedidos a las familias, de forma que una variación de 100 puntos básicos (p.b) provoca con el

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE INTERÉS DE REFINANCIACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO DE LOS PRÉSTAMOS A LAS EMPRESAS EN ALGUNOS PAÍSES DE LA UEM (2003-2006)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Eurostat y bancos centrales nacionales.

tiempo en España un ajuste de 56,2 p.b; sin embargo, en Alemania, Francia y Bélgica ese ajuste tan sólo es de 17,9, 13,2 y 5,7 p.b respectivamente.

Tal y como se ve en el Gráfico 3, las características de los tipos de interés de los préstamos a corto plazo a las empresas es bien distinto. La primera nota destacada es que la tendencia es a la convergencia, no existiendo pues tanta diferencia en el nivel pero sí en la evolución de cada país.

A este respecto, el trabajo de Kok y Werner (2006) demuestra que, de nuevo, es España el país que sufre un mayor ajuste de todos los observados, ya que ante una alteración del tipo de interés oficial de 100 p.b provocará un ajuste de 92,5 p.b en el tipo de interés aplicado a los préstamos a corto plazo a las empresas; le siguen de cerca Holanda y Francia con un ajuste de 84,9 y 77,9 p.b.

2.1.3. El impacto de los impulsos monetarios sobre los precios y la adquisición de vivienda

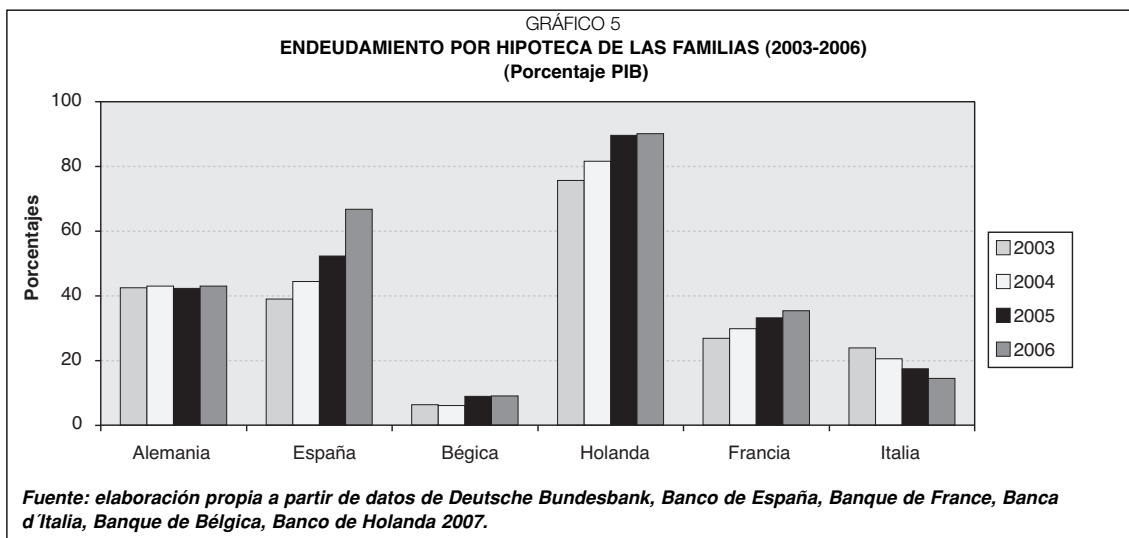
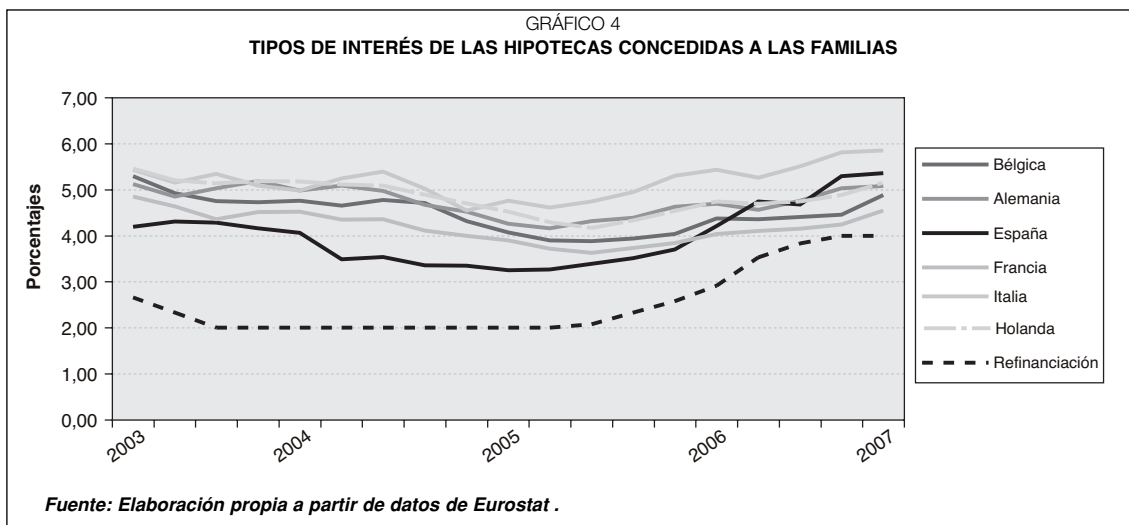
El siguiente paso sería medir el impacto de las variaciones en el tipo de interés sobre el precio de los activos. Este traba-

jo se va a centrar en el precio y adquisición de vivienda por el grado de interés que suscita y su importancia en el conjunto de la economía. Para ello hay que conocer, en primer lugar, la respuesta de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios a las variaciones en los tipos oficiales y, en segundo lugar, la propensión al endeudamiento por parte de las familias para la compra de sus viviendas.

En los últimos años, los créditos para la compra de vivienda han liderado el impulso del crédito familiar en España, puesto que casi tres de cada cuatro euros de financiación que las entidades conceden a los hogares van destinados a este fin. Ahora bien, cabe señalar que dentro de la UEM y, por tanto, de los países aquí considerados, existen realidades muy diferentes. En los países del norte, especialmente en Alemania, el sector ya ha alcanzado una madurez tal que el crecimiento del crédito registrado en los últimos años apenas se ha aproximado al 5 por 100, mientras que en países como España o Italia el crecimiento se ha acelerado hasta un 18 por 100 (Riestra, T., 2005). En estos últimos, además, el descenso en el coste de financiación se ha unido a unas condiciones de los créditos ofertados muy agresivos.



COLABORACIONES



COLABORACIONES

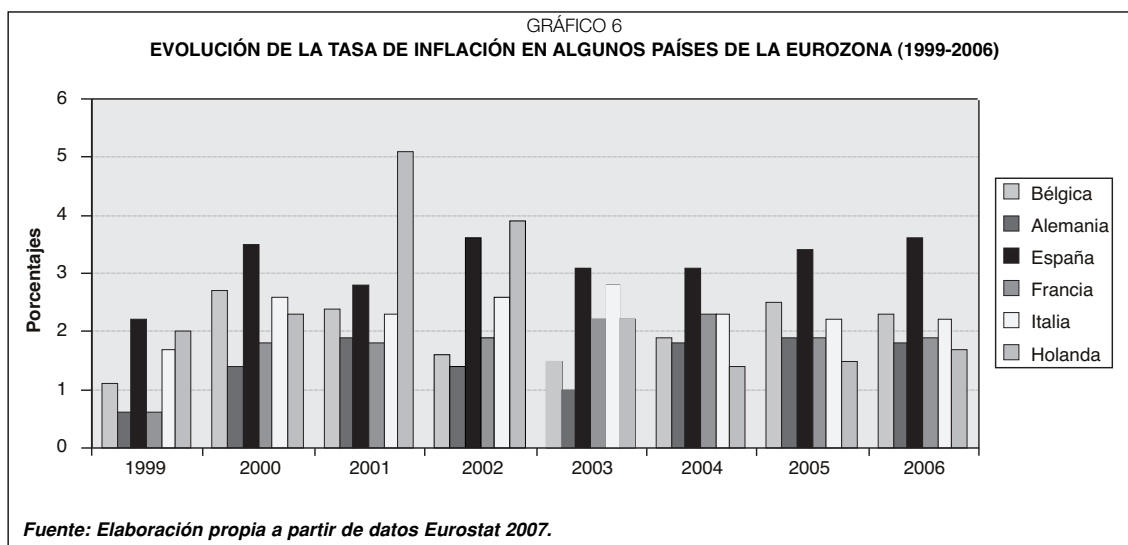
vas, lo que ha contribuido al desarrollo del sector inmobiliario.

Una primera visión la podemos obtener del estudio del BBVA (2006) que muestra que, frente al incremento de 75 p.b en el tipo oficial del BCE, el repunte experimentado por los tipos hipotecarios de cada país miembro ha sido distinto (62 y 61 p.b. en Italia y España, mientras que en Francia ha sido tan sólo de 7 p.b.).

El Gráfico 4, por su parte, muestra la evolución y el nivel de los tipos de interés hipotecarios que han de afrontar las familias al comprar una vivienda, que tal y como apuntan Kok, Ch. y Lichtenberger, J. (2007), a pesar del proceso de conver-

gencia que se está dando en la Eurozona, siguen mostrando claras diferencias entre países.

El manejo de la política monetaria afecta considerablemente al endeudamiento de las familias españolas e italianas con motivo de la compra de vivienda, ya que en períodos donde la política ha sido expansiva y los tipos oficiales han caído (por ejemplo en 2002-2003), también se han reducido (casi de forma inmediata) los tipos hipotecarios en nuestro país. Esto no ha de sorprender pues hay que tener en cuenta que la banca española es la que ofrece los préstamos más indicados de toda la Eurozona.



El Gráfico 5, por su parte, muestra que el nivel de endeudamiento que presentan las familias holandesas y españolas por préstamos bancarios para compra de vivienda, es mucho mayor que algunos de sus vecinos como Francia, Bélgica o Italia y además presentan una clara tendencia al alza.

2.1.4. El impulso monetario y sus efectos sobre los tipos de cambio

Dado que sólo existe un único tipo de cambio nominal en la UEM frente a las monedas de terceros países, un impulso monetario afectará al tipo de cambio vía precios, y éstos serán los que provoquen ganancias o pérdidas de competitividad distintas en cada país miembro de la UEM. Para comprobar el impacto, en primer lugar, en el Gráfico 6 se observa la evolución de la tasa de inflación de cada uno de los países estudiados.

Durante los primeros años de vida de la UEM, son Francia y Alemania los países miembros con menores tasas de inflación; a ellos se añade Holanda en 2003. Por su parte, de entre los países con mayor tradición inflacionista se destaca

España, que apenas logra mantenerse cerca del 3 por 100, lejos del objetivo fijado por el BCE en el 2 por 100.

Esto hace que los bienes y servicios producidos en Alemania y Francia sean más atractivos para los socios comerciales debido a su menor coste vía tipo de cambio real.

Por tanto, las alteraciones del tipo de cambio nominal derivadas de los cambios monetarios no afectarán de manera simétrica a toda la Eurozona, sino que el impacto final dependerá claramente del volumen de comercio que cada país mantenga con terceros. Así, tal y como resalta Wyplosz (2007), en la distribución total de comercio de los países que se estudian en este trabajo, el comercio con países no miembros de la UEM supone los siguientes porcentajes sobre el PIB: Bélgica 22,6 por 100, Francia 9 por 100, Alemania 15,1 por 100, Italia 9,6 por 100, Holanda 14,1 por 100 y España 5,7 por 100; de forma que cabe concluir que Bélgica, Alemania y Holanda son los países que sufrirán una mayor transmisión monetaria a través de esta vía.

En resumen, de lo hasta ahora analizado, el primer impacto de la política monetaria se da sobre los tipos de interés de mercado, el precio de los activos y el tipo



COLABORACIONES

de cambio. De todos los países examinados, España, Italia y Holanda son los más afectados; sus economías absorben con rapidez e intensidad los impulsos monetarios que dicta el BCE; tanto las empresas como las familias sufren directamente las alteraciones del tipo de interés de refinanciación sobre los de mercado aplicados a los préstamos que se les conceden. A ello hay que añadir un fuerte endeudamiento de las familias de Holanda y España y, en este último, la indiciación de los tipos hipotecarios que están referenciados al Euribor. Por cuanto al tipo de cambio se refiere, España se ve afectada por la pérdida de competitividad vía precios, mientras que otras economías como la holandesa o alemana se ven expuestas por su mayor apertura al comercio exterior. Todo esto tiene como consecuencia una casi total transmisión de la política monetaria del BCE a la economía española.

mercado y en el precio de los activos se realiza en dos ámbitos distintos: en primer lugar, sobre el consumo de las familias; y en segundo, sobre el gasto del sector corporativo. Finalmente, también se analizará el impacto de las variaciones en el tipo de cambio sobre el consumo.

2.2.1. El impacto de los cambios en los tipos de interés de mercado y en el precio de los activos sobre el consumo en las familias

Las conclusiones obtenidas en el apartado anterior dejan intuir que el endeudamiento de las familias en España será más sensible al manejo del tipo de interés como variable de política monetaria que el de las germanas, por ejemplo. La combinación de un mayor nivel de endeudamiento junto con la preferencia por las hipotecas a tipos variables hace que el consumo de las familias en España se vea más afectado.

El impacto total de las alteraciones en el tipo de interés sobre el gasto de los consumidores dependerá también de cómo responda el precio de la vivienda, ya que éste afectará a la riqueza de las familias y, por tanto, al consumo (FMI, 2002 y Case *et al.*, 2002). Así, el efecto riqueza será fuerte en aquellas economías en las que haya una fuerte tendencia a la propiedad y no al alquiler, ya que los propietarios de las viviendas, al ver que se incrementa el valor de su patrimonio por la subida de los precios de sus inmuebles, se sienten más respaldados y aumentan sus gastos de consumo (Colom, C. y Molés, C., 2003).

La tercera vía por la que los tipos de interés pueden afectar el consumo de las familias es a través del impacto sobre el precio de los activos financieros, ya que sus cambios varían la riqueza de los agentes.



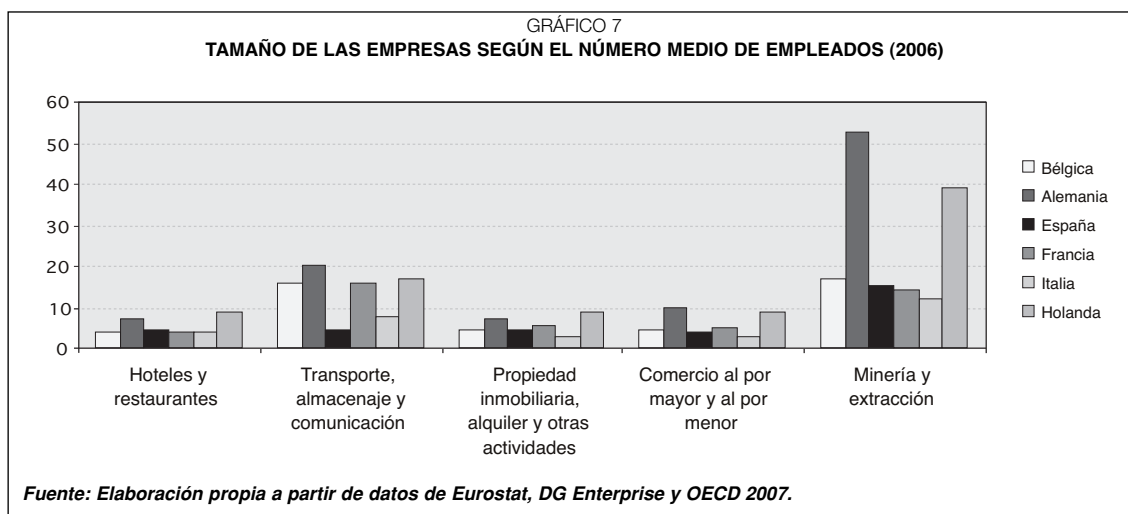
COLABORACIONES

2.2. El impulso de los cambios en los tipos de interés de mercado, los precios de los activos, las expectativas y el tipo de cambio sobre las decisiones de gasto

El segundo eslabón de la cadena de transmisión de la política monetaria es el que traslada los cambios en los tipos de interés de mercado, el precio de los activos, las expectativas y el tipo de cambio a las decisiones de gasto.

Éste está ligado a la estructura financiera de las empresas y familias de cada economía. Así pues, si se comprueba que existen importantes diferencias entre países en este sentido, entonces la velocidad e intensidad de transmisión de la política del BCE será notablemente distinta entre ellos.

Para ello, la determinación del impacto de los cambios en los tipos de interés de



Por lo tanto, a partir de todo lo visto anteriormente, podríamos señalar que el consumo en España e Italia se ve más afectado que en los demás países como consecuencia de su mayor sensibilidad a las variaciones en los tipos de interés, que provocan un impacto mayor sobre la riqueza inmobiliaria.

2.2.2. El impacto de los cambios en los tipos de mercado y en el precio de los activos sobre el gasto de las empresas

Para estudiar los efectos de la política monetaria sobre el gasto de las empresas es fundamental partir, en primer lugar, de la estructura económica y empresarial de cada país.

Como es sabido, con carácter general para todos los países analizados, existe un mayor peso del sector terciario en el conjunto de la producción; si bien en Italia, España y Alemania la industria sigue teniendo una gran relevancia. Esto último pone de manifiesto que el canal del préstamo seguirá operando a través de esta vía, ya que el sector secundario es el más sensible en cuanto a inversión y bienes de consumo duradero se refiere.

Por otra parte, dado que son las empresas pequeñas las que dependen en mayor medida de la financiación de las entidades bancarias, es importante saber qué porcentaje del sector corporativo suponen. Ante la dificultad que existe para encontrar los datos relativos al tamaño de las empresas europeas, se ha escogido como criterio de evaluación su número medio de empleados.

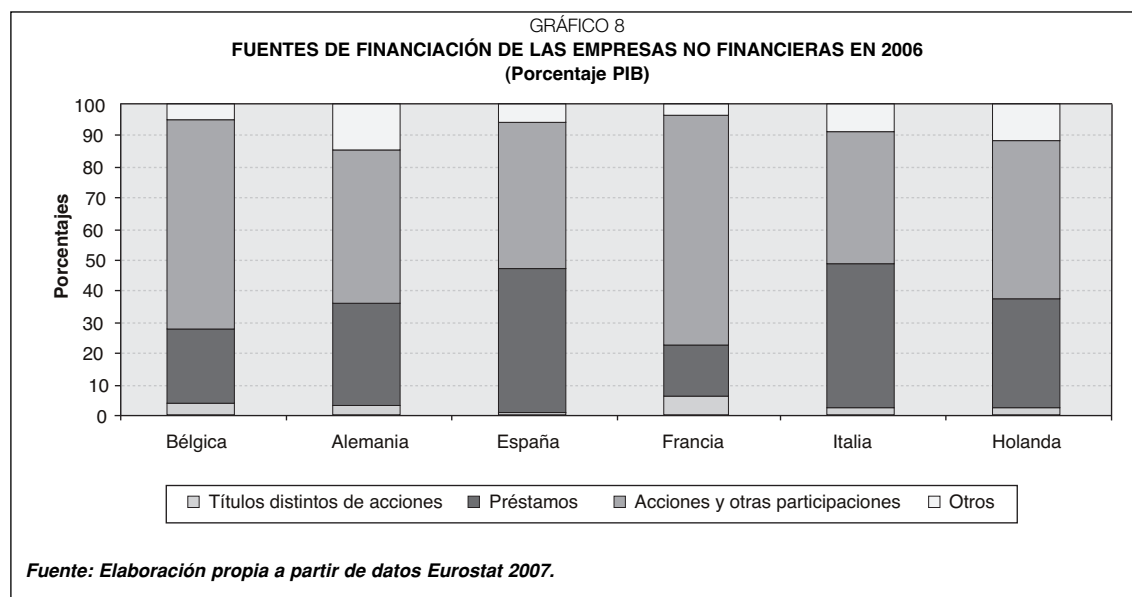
El Gráfico 7 pone de manifiesto la vulnerabilidad española e italiana por el reducido tamaño de sus empresas. Además, cabe destacar el hecho de que son los sectores que realizan mayores inversiones y, por ende, los que mayor financiación externa van a necesitar, los que muestran una mayor divergencia respecto al tamaño medio de la empresa. Alemania y Holanda, como podemos comprobar, se encuentran en clara ventaja a este respecto.

Por otra parte, el Gráfico 8 refleja la importancia relativa de cada uno de los pasivos financieros en las hojas de balance de las empresas no financieras por países, pudiéndose observar cuáles de ellas dependen en mayor o menor medida de la financiación bancaria.

Aunque la rúbrica de «acciones y otras participaciones» se presenta como la fuen-



COLABORACIONES



CUADRO 1
LA ESTRUCTURA DEL MERCADO FINANCIERO EN 2006

	Alemania	España	Francia	Italia	Bélgica	Holanda
Nº de entidades de crédito	2050	352	829	807	105	345
Nº de empleados por oficina	15,46	5,98	16,28	10,89	14,57	32,95
Cuota de mercado de las 5 entidades más importantes (porcentajes)	22	42	44	25	83	83

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Tesoro Británico 2003, Federación Bancaria Europea 2004 y BCE (2006b).



COLABORACIONES

te de financiación más importante para todos los países seleccionados, ejerce un papel mucho más significativo en el caso de Bélgica y Francia; donde, por otro lado, los «títulos distintos de acciones» se sitúan entorno al 5 por 100 de la financiación total. Por su parte, las empresas españolas e italianas presentan una mayor dependencia de la financiación bancaria a través de préstamos.

Por lo tanto, las empresas con nacionalidad belga, francesa, alemana u holandesa se nutren en gran parte (más de un 60 por 100 del total de su endeudamiento) de fuentes de financiación distintas al préstamo bancario, lo cual supone que este canal no ejerce un papel importante en la transmisión de la política monetaria en estos países, tal y como veíamos anteriormente.

Una vez ilustrada la situación de la estructura empresarial y sectorial, hay que centrarse, por último, en la otra perspectiva del canal del crédito, los intermediarios financieros, que desempeñan uno de los papeles más importantes en la transmisión de los impulsos monetarios. Dentro de este sector, las entidades bancarias de menor tamaño se ven sometidas en mayor medida a las contracciones monetarias, ya que su capacidad para obtener fuentes alternativas para sus fondos es limitada y, por ello, también se ve limitada su capacidad para conceder préstamos (Kashyap, A y Stein, J. 1995 en Owyang, M. y Wall, H. 2006). Por ello, si el canal del crédito ejerce un papel importante en la transmisión de los impulsos monetarios, las políticas monetarias contractivas serán menos efecti-

vas en aquellas zonas en las que las entidades bancarias de mayor tamaño sean las preponderantes (5).

El Cuadro 1 presenta, de forma resumida, la estructura del sector bancario en los países que se están estudiando. En ella se ve que el número de entidades de crédito en España es mucho menor al de Francia, Italia y Alemania, donde, además, el número de empleados por oficina también es claramente superior. Muestra, asimismo, una gran concentración del sector español y francés, no así del italiano o del alemán, que les siguen muy a la zaga.

El sector financiero, pues, se ve menos expuesto a las decisiones monetarias tomadas por el BCE en Italia y Alemania, países en los que ese sector presenta una mayor dispersión, existe un mayor número de entidades de crédito y de mayor tamaño.

2.2.3. *El impacto de las variaciones en el tipo de cambio sobre el consumo*

Dentro de la línea argumental seguida en el trabajo, y señalada al comienzo del mismo, queda por analizar en el estudio de este segundo eslabón en la transmisión de la política monetaria el impacto que tendrán las variaciones en el tipo de cambio sobre los gastos de consumo.

Hay dos grandes vías por las que las

variaciones en el tipo de cambio pueden afectar al comportamiento de las empresas:

- Para aquellos países con mayor comercio exterior, una alteración en el tipo de cambio supondrá una variación en los precios relativos de los bienes comercializables y no comercializables, al menos en el corto y medio plazo (Calvo, A., 1996) (6).

- La misma variación en el tipo de cambio hará que se altere el coste de la financiación externa y, además, se producirá un efecto renta como consecuencia de la modificación en el precio de los activos y pasivos en monedas extranjeras.

El canal del tipo de cambio puede operar sobre la inflación, ya que las empresas tratarán de trasladar a sus precios las variaciones que sufra el precio de su moneda. Por ejemplo, la depreciación de la moneda nacional podría conllevar aumentos en la inflación como consecuencia del aumento de los precios por parte de los importadores; sin embargo, al menos a corto plazo, muchos de éstos optan por absorber la alteración del tipo de cambio con cargo a sus beneficios.

Algunos trabajos (Taylor, 2000), por su parte, concluyen que aquellos países con menores tasas de inflación sufren una transmisión menor de este canal, lo que se añade al resultado de McCarthy (2000), en el que se señala que en los países industrializados de la OCDE (sobre todo, Gran Bretaña, Alemania y Francia) la transmisión de la variación en el tipo de cambio, a corto plazo, a los precios de consumo es modesta. De ello se puede deducir que la política monetaria del BCE se trasladará con mayor facilidad a los precios españoles vía tipo de cambio; sin embargo, cabe pensar que, en el marco

(5) Con la entrada en vigor del euro se esperaba que las claras discrepancias que presentaba el sector bancario entre los países miembros de la UE se redujeran conforme fuera avanzando el proceso integrador. En este sentido, Kok, Ch. y Puigvert, J. M. (2006) realizan un análisis cluster en el que concluyen que, a pesar de haberse producido una cierta convergencia en este ámbito, aún se pueden distinguir claros conglomerados. Así, en su estudio, por un lado, agrupan a Francia, Alemania y Bélgica; por otro, a Italia y Holanda; y, por último, a España y Portugal.

(6) Ya hemos visto cómo Alemania es el país estudiado que mayor volumen de comercio exterior tiene, no sólo con sus vecinos sino también con terceros.



COLABORACIONES

de la UEM, en el que el proceso de convergencia es cada vez más claro y la disciplina en materia de inflación es una de las prioridades de la autoridad monetaria, la transmisión vía tipo de cambio debería ser cada vez menor.

En definitiva pues, en este segundo gran eslabón de la cadena de transmisión, el impacto de los cambios en los tipos de interés de mercado, el precio de los activos y el tipo de cambio sobre las decisiones de gasto, es España, una vez más, el país más afectado. Las familias ven alterado su consumo como consecuencia del nivel de endeudamiento, el cambio en el precio de sus activos y las variaciones del tipo de interés aplicado a sus préstamos; este último efecto también se da en Italia. En cuanto a las empresas, tanto en España como en Italia, el tamaño de las mismas, así como su dependencia del sector bancario como fuente de financiación, les hacen más vulnerables a la transmisión monetaria.

mica y Monetaria en 1999 son suficientemente importantes como para que en ellos se dé una transmisión distinta de la política monetaria del BCE.

2. Las familias españolas e italianas son las que sufren una mayor transmisión de esa política monetaria, ya que los tipos de interés hipotecarios y para préstamos al consumo son más altos y se ajustan más rápido que en Bélgica, Francia, Holanda y Alemania, lo que se agrava además por el fuerte endeudamiento en hipotecas de las mismas.

3. La estructura empresarial española e italiana, caracterizada por empresas de menor tamaño y en sectores necesitados de mayores inversiones, condiciona su mayor vulnerabilidad a los cambios monetarios, al presentar una mayor dependencia de la financiación de las entidades de crédito.

4. Respecto a la repercusión de las variaciones en el tipo de cambio, Alemania, en cambio, es la que sufre una mayor exposición a la política monetaria del BCE por su mayor apertura al comercio con terceros países.

5. En general, se ha destacado que Alemania y Francia son los países que trasladan el impacto de la política monetaria con menor intensidad y velocidad al resto de sus economías, por lo que cabría plantearse la adecuación de las actuaciones del BCE de los años 2002 y 2003.

Bibliografía

- [1] BANCO DE ESPAÑA (2005): El análisis de la economía española, Servicio de Estudios- Alianza Editorial, Madrid.
- [2] BBVA (2006): Situación inmobiliaria, Servicio de Estudios, enero.
- [3] BORIO, C. y FRITZ, W. (1995): «The response of short-term bank lending rates to policy bank: a cross-country perspective», BIS Working Paper, nº 27.



COLABORACIONES

3. Conclusiones de política monetaria para la Eurozona

En este trabajo se ha intentado comprobar si existen diferencias estructurales lo suficientemente importantes en la Eurozona como para que la política monetaria llevada a cabo por el BCE tenga efectos diferenciados sobre los Estados que se incorporaron en 1999 a la moneda única.

Para la realización del estudio, se han analizado cada uno de los eslabones de la cadena de transmisión para el caso concreto de algunos países miembros de la UEM y se ha ido comparando su estructura económica y financiera.

Las conclusiones extraídas de ese proceso se pueden resumir en las siguientes:

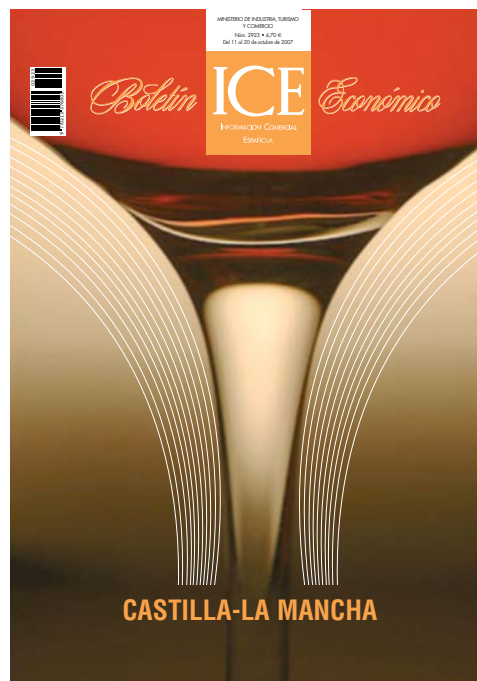
1. Las diferencias estructurales entre los países incorporados a la Unión Econó-

- [4] CALVO, A. (1996): El papel y los efectos de la política monetaria en el ámbito regional, mimeo.
- [5] CASE, K.E., QUIGLEY, J.M., y SHILLER, R.J. (2002): Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market, Cowles Foundation Discussion.
- [6] COLOM, C. y MOLÉS, C. (2003): «Movilidad, tenencia y demanda de vivienda en España», Working Paper, Departamento de Economía Aplicada, Universidad de Valencia.
- [7] COTTARELLI, C. y KOURELIS, A. (1994): «Financial structure, bank lending rates and the transmission mechanism of monetary policy», FMI, Working Paper 94.
- [8] DE BONDT, G. (2002): «Retail bank interest rate pass-through: New evidence at the euro area level», ECB, Working Paper, nº 136.
- [9] DE BONDT, G. (2005), «Interest rate pass-through: empirical results for the EuroArea», German Economic Review, vol. 6 (1), febrero.
- [10] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2002): World Economic Outlook, Abril.
- [11] HM TREASURY (2003): «EMU and the monetary transmission mechanism», Working Paper, London.
- [12] HOFFMAN, B. y MIZEN, P. (2004): «Interest rate pass-through and monetary transmission: evidence from individual financial institutions», Economica, 71.
- [13] KASHYAP, A. y STEIN, J. (1995): «The Impact of Monetary Policy on Banks Balance Sheets», Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 42: 151-95.
- [14] KOK, CH. y LICHTENBERGER, J. (2007): «Mortgage interest rate dispersion in the euro Area», ECB, Working Paper, nº 733.
- [15] KOK, CH. y WERNER, TH. (2006): «Bank interest rate pass-through in the euro area», ECB, Working Paper, nº 580.
- [16] KOK, CH. Y PUIGVERT, J. M. (2006): «Euro Area Banking Sector Integration. Using Hierarchical Cluster Analysis Techniques», ECB, Working Paper, nº 627.
- [17] MCCARTHY, J. (2000): «Pass-through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies». Federal Reserve Bank of New York, Working Paper, nº 111.
- [18] MOJON, B. (2000): «Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy», ECB, Working Paper, nº 40.
- [19] OWYANG, M. y WALL, H. (2006): «Regional VARs and the channels of monetary policy», Federal Reserve Bank of St. Luis, Working Paper.
- [20] RIESTRA, T. (2005): «Financiación inmobiliaria», Situación inmobiliaria, Servicio de Estudios del BBVA, enero.
- [21] TAYLOR, J. B. (2000): «Low Inflation, Pass-Through and the Pricing Power of Firms», European Economic Review, nº 44.
- [22] WYPLOSZ, Ch. (2007): «Monetary policy transmission in Europe and the US», Briefing notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament.



COLABORACIONES

ÚLTIMOS MONOGRÁFICOS PUBLICADOS



Información:
Ministerio de Industria, Turismo y Comercio
Paseo de la Castellana, 162-Vestíbulo
28071 Madrid
Teléf. 91 349 36 47

