

# Adeslas, asegura su salud

El Colegio de Economistas de Madrid, en colaboración con Adeslas, la primera Compañía de Seguros de Salud de España, pone a su disposición la posibilidad de asegurar su salud y la de sus familiares en unas condiciones muy ventajosas.

- Cobertura nacional
- Asistencia en viaje en el extranjero
- 33.000 profesionales sanitarios en todas las especialidades
- 1.100 centros de atención médico-asistencial
- 214 puntos de atención al público

**Condiciones especiales exclusivas para colegiados.**



902 200 200  
www.adeslas.es



adeslas



## El ajuste de la política monetaria común

A nivel europeo, el aspecto más destacado de la conducta de las políticas económicas en el año 2006 ha sido la retirada gradual del tono expansivo de la política monetaria de la zona euro, que es también la política monetaria de España. Dicho cambio ha estado estrechamente asociado a la progresiva consolidación de la recuperación económica y al incremento de los riesgos inflacionistas tras el fuerte ascenso de los precios del petróleo.

### 1. La consolidación de la recuperación

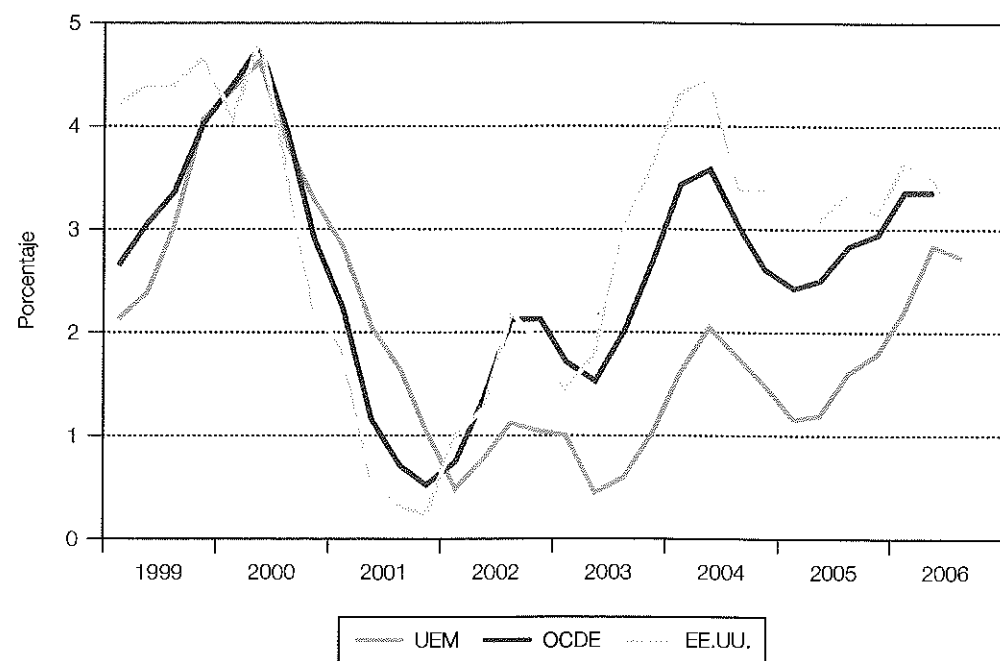
Tras ocho años de integración monetaria, el complejo proyecto de la creación de una unión monetaria —el más ambicioso de todos los emprendidos por la UE— aparece como un éxito indiscutible que ha enmudecido a los numerosos profetas de su inviabilidad, a pesar de las circunstancias adversas a las que ha tenido que enfrentarse en el plano económico e institucional. En este último plano, destaca el empantanamiento en que han quedado la reforma de los tratados y la aprobación de la Constitución, con las que se pretendían introducir los cambios mínimos indispensables para el funcionamiento de una unión considerablemente extendida con la ampliación, pero cuya profundización sólo alcanza a una parte de la misma. La UEM abarca a trece países (con la entrada de Eslovenia) dentro de una Unión Europea de 27 miembros (con la entrada de Bulgaria y Rumania).

La economía de la zona del euro no ha tenido un comportamiento muy alentador durante el período de vigencia de la UEM contemplado en su conjunto (véase gráfico 1). Ha crecido menos no ya que la economía mundial, en la que el despegue de algunas economías emergentes ha sobrepasado el de los países industriales, sino también en relación a este segundo grupo de países, ampliándose la brecha, especialmente frente a EE.UU.

La UEM se inició con un crecimiento débil que muchos analistas achacaban al esfuerzo de estabilización realizado al hilo de los programas de convergencia que permitieron cumplir los requisitos establecidos. Como habría de verse posteriormente, sin embargo, eran factores de índole estructural los que lastraban el dinamismo, a pesar del impacto favorable en crecimiento e inflación que ejercían los bajos precios del petróleo vigentes en aquel momento (en torno a los 12 dólares por barril, por increíble que hoy pueda parecer). La adopción de una política monetaria de signo expansivo desde el principio —con tipos

José Luis Malo de Molina  
Director general del Banco de España

GRÁFICO 1  
CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB



Fuentes: Eurostat y OCDE.

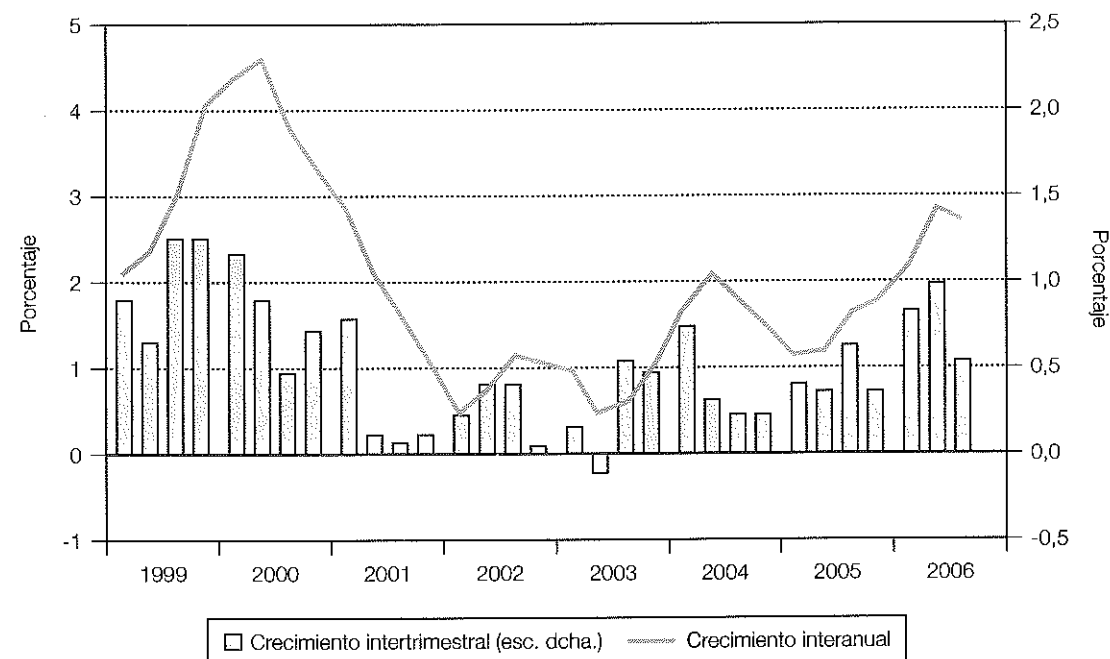
de interés al 3%, que se redujeron a los pocos meses al 2,5%, en un contexto de inflación claramente por debajo del nivel fijado como referencia para la estabilidad de los precios, alentó una recuperación de la actividad económica, que condujo posteriormente, cuando la tasa de inflación comenzaba a repuntar una vez agotado el esfuerzo de la convergencia, a un endurecimiento gradual de las condiciones monetarias, llevando los tipos de interés hasta el 4,75%. El tono restrictivo de la política monetaria tuvo, sin embargo, una vida corta. El estallido de la burbuja tecnológica y la recesión americana frenaron el dinamismo mundial y la zona euro entró en una larga fase de crecimiento débil, inferior al potencial, que ha durado cuatro años y que ha puesto de manifiesto las fragilidades estructurales de algunos de los países más grandes del área, particularmente Alemania e Italia; pues otros países han mostrado mayor resistencia y han seguido teniendo un vigor considerable.

Lo nuevo en la coyuntura del área del euro es, por tanto, la consolidación de una recuperación que se inició en el segundo semestre de 2005 y se ha prolongado durante 2006, con particular

intensidad en la primera mitad del año, y que parece haber marcado la superación de una larga etapa de reducido dinamismo (véase gráfico 2). Los datos de esos trimestres batieron incluso las expectativas que se basaban en un escenario de reactivación y todos los organismos han tenido que revisar al alza sus previsiones. El crecimiento interanual ha superado la tasa del 2%, considerada como el ritmo potencial del área, y puede que la media del año 2006 exceda del 2,5%, si bien todavía queda mucho para reabsorber por completo la brecha con respecto al nivel del producto potencial que se fue abriendo durante un período tan largo de debilidad.

Algunos rasgos de la recuperación son alentadores en relación a su posible sostenibilidad. Tal es el caso del dinamismo de las exportaciones, que refleja la posición competitiva del área, y de la inversión, que ilustra el saneamiento y la rentabilidad del tejido empresarial, lo que por el lado de la oferta se manifiesta en un renovado vigor del sector industrial y un crecimiento del empleo que empieza a aliviar el desajuste acumulado en el mercado de trabajo (véase gráfico 3). También hay que anotar en el activo de la recuperación el carác-

GRÁFICO 2  
CRECIMIENTO DEL PIB DE LA UEM



Fuente: Eurostat.

ter generalizado de la misma y, particularmente, los signos positivos que se vislumbran en Alemania, los cuales apuntan, por primera vez, a una incipiente superación de algunos de los lastres estructurales que viene arrastrando desde la reunificación. Particular relevancia tiene la reactivación de su sector de la construcción tras el bache recesivo que sufrió en la difícil digestión de los excesos de dicha reunificación.

El horizonte de un crecimiento económico en torno al potencial en el futuro inmediato no está exento de riesgos. De hecho, puede decirse que la mejoría del área ha venido acompañada de un aumento de la incertidumbre sobre su evolución futura. La consolidación del dinamismo requiere la incorporación del consumo de las familias al patrón más expansivo de los otros componentes del gasto. La recuperación del consumo es todavía débil y si no termina por afianzarse no será posible proyectar la reanimación de la actividad hacia el futuro. En el caso de Alemania, existen incertidumbres importantes como consecuencia de las posibles distorsiones en el patrón temporal del gasto derivadas de la fuerte subida del IVA a principios de 2007 y de la dificultad para dis-

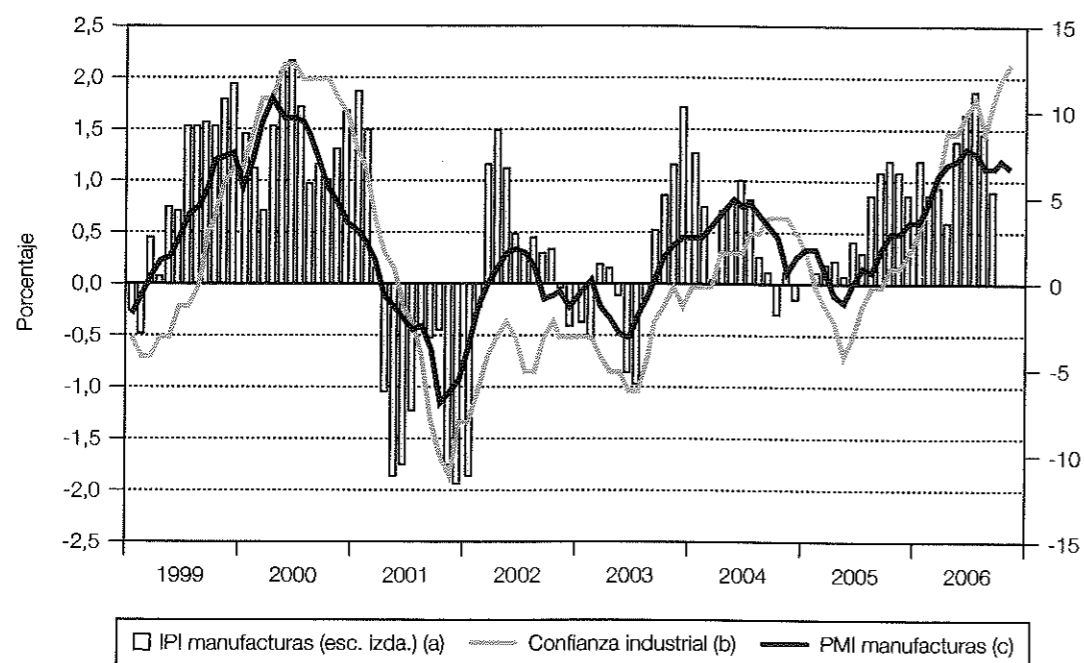
cernir entre dichas distorsiones y las pautas más permanentes.

## 2. Los riesgos inflacionistas

Durante la mayor parte del período de vigencia de la UEM, la tasa de inflación, medida por el crecimiento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo, se ha mantenido algunas décimas por encima del 2% y lo mismo puede decirse de la tasa media anual de los últimos seis años (véase gráfico 4). Sin embargo, ello se ha debido en gran parte a una secuencia poco afortunada de perturbaciones adversas (como las enfermedades de la cabaña ganadera, las adversas condiciones climatológicas, la introducción física del euro o el alza del precio del petróleo) de carácter exógeno y transitorio, por lo que dicho comportamiento no debe interpretarse como una relajación de los objetivos de estabilidad declarados por el BCE que pudieran comprometer la reputación de su política monetaria.

De hecho, cuando se extrae el componente de las expectativas de inflación de la cotización de

GRÁFICO 3  
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL, CONFIANZA INDUSTRIAL Y PMI



Notas:  
(a) Media móvil de tres meses.  
(b) Desviaciones respecto a la media desde enero de 1985.  
(c) Diferencias respecto al valor 50.  
Fuente: Eurostat.

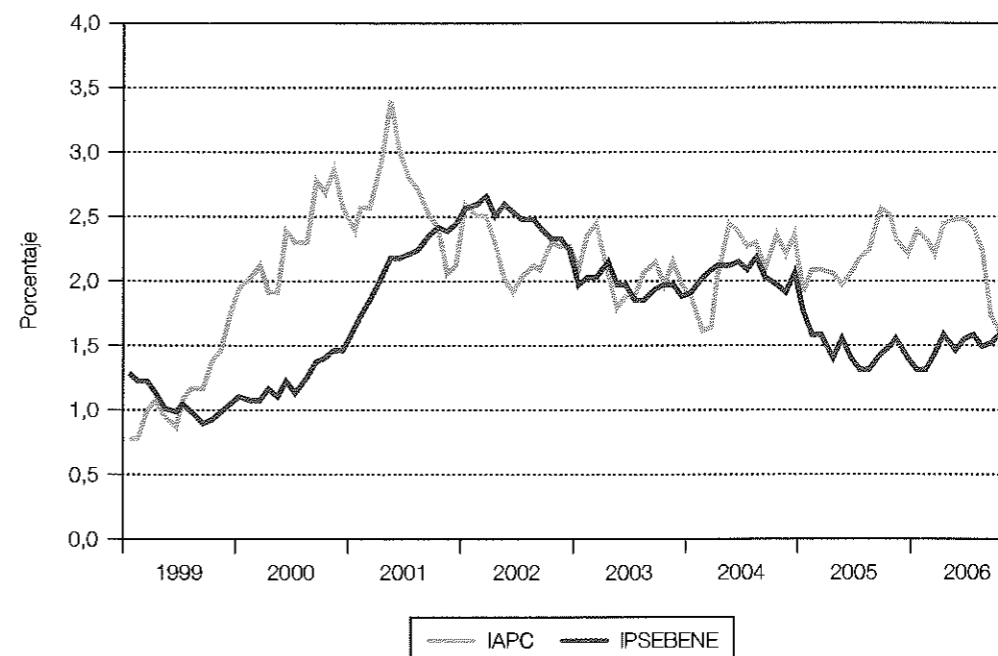
los bonos indicados en euros —disponibles para el conjunto del área desde 2002—, se encuentra que éstas han permanecido en el entorno del 2% durante todo el período, mientras que las expectativas procedentes de encuestas a analistas económicos se han mantenido siempre por debajo del 2% (véase gráfico 5). Este resultado, en un contexto de desviaciones persistentes respecto al objetivo, refleja la capacidad que ha tenido el BCE para anclar las expectativas de inflación en un rango compatible con el mantenimiento de la definición adoptada de estabilidad de precios: una tasa de inflación inferior pero próxima al 2%. También refleja una adecuada comprensión por parte de los mercados de la estrategia de política monetaria, que no comporta reacciones mecánicas frente a las desviaciones respecto a dicha definición, pues se trata de un objetivo perseguido en el medio plazo.

El alto nivel de credibilidad antiinflacionista de la política monetaria ha permitido al BCE adoptar un tono acomodante de la misma, con niveles de tipos históricamente bajos, tanto en tér-

minos nominales como reales, durante el largo período de debilidad del crecimiento, a pesar de las continuas desviaciones de la inflación por encima del objetivo del 2%. El tipo de interés básico de intervención se ha mantenido en el 2% durante dos años y medio, un período de política monetaria expansiva sin precedentes en más de cuarenta años en Europa. Este tono de acomodación monetaria ha contribuido a crear condiciones favorables al impulso del crecimiento y al sostenimiento de la recuperación, si bien la política monetaria no ha podido afrontar por sí sola las raíces de la prolongada debilidad de la expansión económica.

El panorama de los riesgos inflacionistas ha ido cambiando en el período más reciente como consecuencia de la concatenación del impacto alcista de la subida de los precios del petróleo con el fortalecimiento de la recuperación. Las alzas de la inflación como consecuencia del encarecimiento del precio del petróleo forman parte de la categoría de perturbaciones exógenas de carácter transitorio que por sí mismas no

GRÁFICO 4  
INFLACIÓN EN LA UEM



Fuente: Comisión Europea.

requieren una respuesta de la política monetaria. Sin embargo, cuando adquieren elevada intensidad y persistencia, como ha ocurrido recientemente, suscitan peligros de que se transmitan, de forma generalizada, a la formación de precios y salarios de la economía, de manera que el cambio en los precios relativos se puede llegar a transformar en un cambio permanente de la tasa de inflación (1).

El comportamiento reciente de la inflación global en la zona del euro ha respondido al impacto directo del encarecimiento del petróleo, que llevó la tasa a zonas cercanas al 2,5% durante los ocho primeros meses de 2006, si bien no se han llegado a observar efectos significativos de traslación a otros precios, como lo muestra el mantenimiento de la inflación subyacente en torno al 1,5%, ni se ha roto la pauta de moderación salarial que predomina en el conjunto del área. De hecho, en octubre la inflación del área bajó al 1,6% como consecuencia tanto de la desaparición de los efectos base derivados de los incrementos pasados de los precios energéticos como de la reciente moderación del precio del petróleo. Sin embargo, la creciente pulsación de la demanda

interna ha tendido a agravar los riesgos de que los efectos de transmisión y de segunda ronda se terminen materializando.

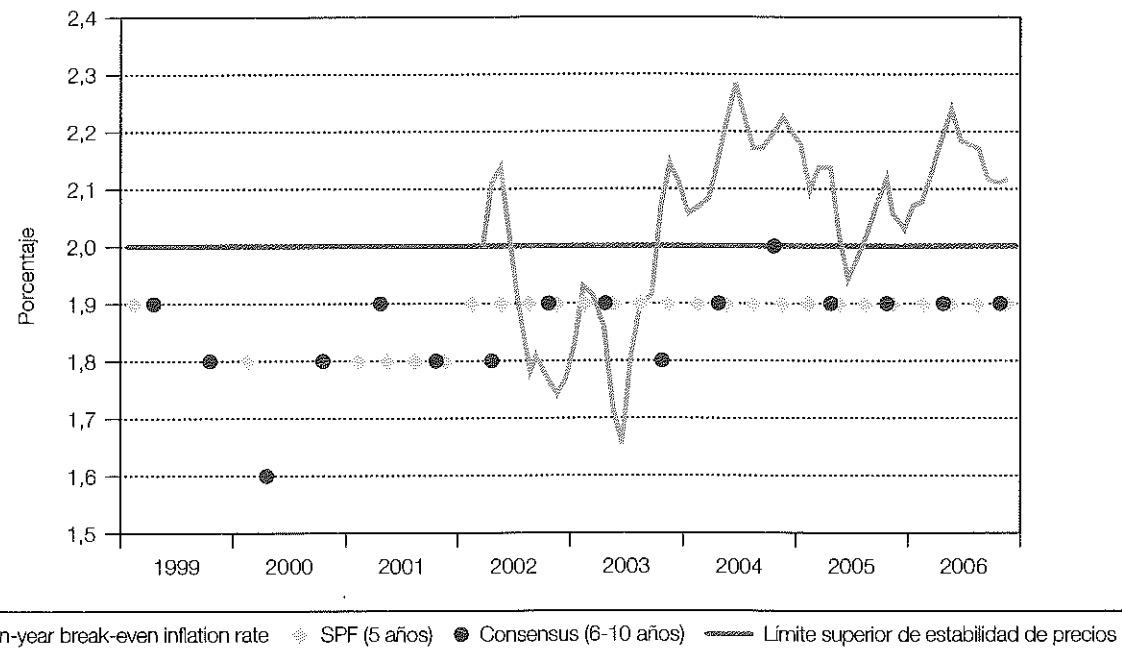
### 3. El ajuste de las condiciones monetarias

A medida que se fue confirmando el fortalecimiento de la recuperación y fueron aumentando los riesgos inflacionistas, el análisis de las perspectivas de inflación a medio plazo en relación al objetivo de mantenimiento de la estabilidad de los precios, en el que se basa la estrategia de política monetaria del BCE (2), indicaba la necesidad de abandonar gradualmente el tono expansivo adoptado.

El BCE empezó a dar señales de la necesidad de cambiar el tono de la política monetaria a mediados de 2005, en cuanto se fueron clarificando las expectativas de recuperación, pero esperó hasta diciembre, cuando las previsiones de los expertos del Eurosistema apuntaban con claridad a un escenario de mayor crecimiento y alertaban sobre los riesgos de inflación, para introducir la primera subida de tipos de 0,25 pun-



GRÁFICO 5  
EXPECTATIVAS DE INFLACION A LARGO PLAZO



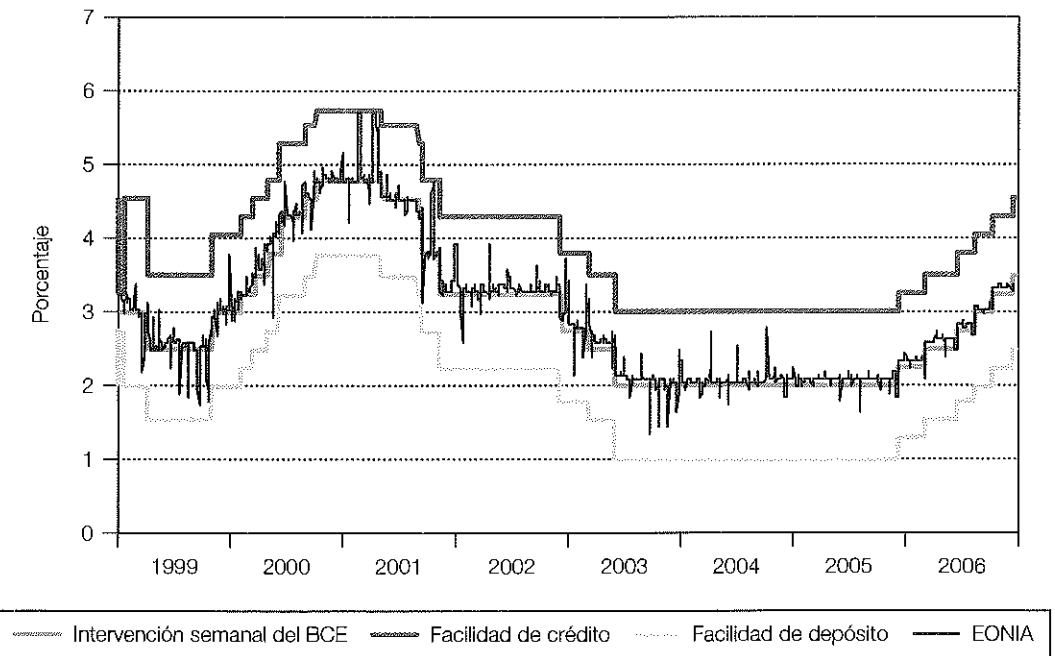
Fuente: BCE y Consensus.

tos, en sintonía con las expectativas que el propio análisis del BCE había generado (véase gráfico 6). Con ello se inició una secuencia de subidas de cuarto de punto que al principio tuvo una cadencia trimestral pero que en el verano, tras los datos más expansivos de lo esperado en el segundo trimestre y a la vista del renovado ímpetu alcista del petróleo, se convirtió en bimensual, de manera que se acabó el año en el 3,5%, tras seis elevaciones de la misma magnitud. En la articulación del calendario de subidas, el BCE ha dejado claro que no existen restricciones para actuar en el momento en el que se dan las condiciones, de acuerdo con la información disponible y el análisis de la misma. Así, se subieron los tipos en Madrid en junio, por primera vez en una de las dos reuniones anuales que el Consejo de Gobierno celebra fuera de Fráncfort, y se volvió a hacer en la reunión de París en octubre. Igualmente, la tradicional teleconferencia de principios de agosto se convirtió en una reunión presencial, dada la importancia de los nuevos datos que iban apareciendo, y entonces se adoptó también una decisión de subida de tipos. Esta senda

de subida gradual se ha conducido con una estrategia de comunicación cuidada que ha tratado de evitar sorpresas, indicando, a través del análisis de la situación y de los requerimientos de política monetaria que se derivan del mismo, la orientación futura si los datos y los hechos confirmaban el escenario que se estaba barajando. En todo caso, las indicaciones sobre la orientación futura han evitado los preanuncios o los compromisos incondicionales que hubiesen limitado el margen de maniobra del BCE y habrían oscurecido las referencias sobre su comportamiento a medio y largo plazo, que son las verdaderamente importantes a la hora de alcanzar el grado deseable de predictibilidad de un banco central (3).

El abandono progresivo del tono acomodante de la política monetaria ha sido compatible con un funcionamiento adecuado de los mercados, caracterizados por una notable estabilidad, tanto en el comportamiento de los *spreads* como del tipo de cambio, y ha transcurrido simultáneamente con el mantenimiento de unos tipos de interés a largo plazo extraordinariamente moderados, influi-

GRÁFICO 6  
TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO



Fuente: Banco Central Europeo.

dos por el tono del mercado de bonos en EE.UU. y a nivel global.

#### 4. El papel de las otras políticas

La retirada gradual del tono expansivo de la política monetaria en una coyuntura de afianzamiento del dinamismo en torno al potencial del área constituye un signo alentador sobre las posibilidades de normalización de un patrón de crecimiento sostenible, en el que la principal contribución de la política monetaria deberá ser asegurar el anclaje de las expectativas de inflación a medio plazo en rangos compatibles con la definición de estabilidad de los precios. Las otras políticas, en manos de los Estados miembros, tienen un papel muy importante que desempeñar para evitar una recaída que podría comprometer el balance de la experiencia de la unión monetaria. La falta de ambición en los objetivos presupuestarios de muchos países (Alemania, Francia e Italia entre ellos), al inicio de la unión monetaria, para conseguir colocar las finanzas públicas

en situación próxima al equilibrio, en línea con los fundamentos de todo el proyecto, condujo a una grave crisis del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento y a la imposibilidad de utilizar los estabilizadores automáticos de la política fiscal cuando la situación lo requiera. Todo ello contribuyó a agravar las dificultades y los problemas de confianza que lastraban el crecimiento del área. La situación ha empezado a mejorar. El pacto, afortunadamente, no se abandonó, sino que se reformuló con el objetivo de retomar la senda de disciplina en las finanzas públicas sobre bases exigentes pero realistas, aunque existía el riesgo de que las mayores dosis de flexibilidad se utilizaran para relajar las exigencias (4). El cambio de momento cíclico también ha ayudado a enderezar la situación fiscal en los países más incumplidores. El déficit público del área en su conjunto puede situarse en 2006 en el 2% y se han superado los casos más importantes, por su significación, de situación de déficit excesivo. Parece detectarse, por tanto, una mayor voluntad política de los gobiernos de atenerse a los compromisos adquiridos. Es importante ver si la

lección de los episodios del pasado ha sido aprendida, de manera que los tiempos favorables se usan para avanzar de manera decisiva en la reducción de los componentes estructurales del déficit público, en línea con la importancia de la parte preventiva del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento una vez reformado.

Los retos más importantes se sitúan, sin embargo, en el terreno de las reformas estructurales. El mantenimiento del dinamismo económico ante la presión que viene ejerciendo el liderazgo tecnológico y productivo de Estados Unidos y la creciente competencia procedente de los países emergentes requiere cambios de gran alcance en el funcionamiento de las economías del área. La reformulación de la Agenda de Lisboa ha servido para enfocar mejor los objetivos al reducir la grandilocuencia declarativa de las enunciaciones generales en beneficio de una delimitación más precisa de las áreas prioritarias de actuación (5). También se han definido mejor las responsabilidades de actuación de las autoridades nacionales y se han establecido los canales de seguimiento y de presión paritaria a nivel comunitario. Los esfuerzos por aumentar la flexibilidad y eficiencia de los mercados de bienes y servicios en el marco de la culminación del mercado único, particularmente en lo que se refiere a la facilidad para la entrada y salida de empresas, el incremento de la participación en el mercado de trabajo, el aumento de la calidad del capital humano y del esfuerzo laboral y la intensificación de la innovación tecnológica y de su difusión al aparato productivo, son cuestiones centrales para la política económica. Para el área en su conjunto y para cada uno de los países integrantes. Estos no deben olvidar que una vez que han renunciado al uso de la política monetaria como un instrumento interno resulta crucial disponer de unos grados muy elevados de flexibilidad y de dinamismo en sus economías nacionales para poder convivir con éxito con una política monetaria que no siempre se ajustará a sus requerimientos específicos. □

## NOTAS

- (1) Véanse, por ejemplo, BCE (2004a) y Giannone y cols. (2002).
- (2) Véase BCE (2004b).
- (3) Véanse, entre otros, Issing (1999) y BCE (2006).
- (4) Véase BCE (2005).
- (5) Véase González Mínguez y López García (2005).

## BIBLIOGRAFÍA

- BCE (2004a): «Oil prices and the euro area economy», *Monthly Bulletin*, noviembre 2004.
- BCE (2004b): *La política monetaria del BCE*, en <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2004es.pdf>
- BCE (2005): «The reform of the Stability and Growth Pact», *Monthly Bulletin*, agosto 2005.
- BCE (2006): «The predictability of the ECB's monetary policy», *Monthly Bulletin*, enero 2006.
- Giannone, D.; Reichlin L. y Sala L. (2002): «Tracking Greenspan: systematic and unsystematic monetary policy revisited», *CEPR Discussion Paper*, núm. 3550.
- González Mínguez, J. M. y López García P. (2005): «El relanzamiento de la estrategia de Lisboa», *Boletín Económico*, junio, Banco de España, págs. 73-92.
- Issing, O. (1999): «The Eurosystem: Transparent and Accountable or 'Willem in Euroland'», *CEPR Policy Paper*, núm. 2.

## RESUMEN

En este artículo se analiza la política monetaria del BCE en el año 2006, que ha supuesto una retirada gradual del tono expansivo que había alcanzado en los años precedentes. La recuperación económica del área se ha afianzado y la inflación se ha mantenido elevada como consecuencia del impacto del encarecimiento de los precios de la energía. La confluencia de ambos fenómenos ha contribuido a incrementar los riesgos para la estabilidad de los precios a medio plazo y ha justificado un cambio de orientación que se ha instrumentado de manera gradual, si bien a un ritmo más rápido en la segunda parte del año.

Palabras clave: Política monetaria, Zona del euro, Tipos de interés.

## Sostenibilidad y convergencia real

Al inicio de su decimocuarto año consecutivo de crecimiento, la dinámica en la que está inmersa la economía española genera dos preocupaciones importantes en las que, probablemente, coincidirían bastantes economistas: la sostenibilidad a medio plazo de su patrón de crecimiento y el ritmo al que tiene lugar la convergencia real con las economías más prósperas. Ambas están estrechamente vinculadas. El grado de coincidencia en el diagnóstico quizás no es equivalente al que suscitan las propuestas tendentes a corregirlas.

La principal sombra que hoy proyecta la muy dilatada fase de expansión de la economía española es la incapacidad para corregir el creciente déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos, ya situado por encima del 8% del PIB. En gran medida, esta es la manifestación más expresiva de las limitaciones del patrón de crecimiento de la economía en la última década. Inquieta menos, por el momento, la cobertura financiera de ese desequilibrio que algunas de las causas que lo determinan: las dificultades para revertir esa pérdida de cuota de mercado de las exportaciones españolas en la escena global.

La explicación más automática, más tautológica, no es otra que el exceso de pulsación de la demanda interna. Quedarse ahí equivale a asumir, sin más, la recomendación de que la política económica debería orientarse exclusivamente a enfriarla. En ausencia de política monetaria propia, no habría otra orientación posible, según esa versión, que la consistente en reducir el gasto público: generar más superávit en las Administraciones Públicas. Ello conllevaría la supuesta ventaja añadida de contener las tensiones inflacionistas, en cuya determinación también el exceso de demanda aparece como principal culpable.

Asumir una terapia tal podría, efectivamente, contribuir a reducir el tamaño absoluto del déficit por cuenta corriente de la economía, pero ya no sería tan probable que lo hiciera en la misma medida con su relación con el PIB y, mucho menos, que permitiera la continuidad de la convergencia real de la economía, con avances en el PIB por habitante significativamente superiores a los de las economías de nuestro entorno.

Enfriada la demanda interna, contraídas las importaciones, en ausencia de otras actuaciones (aunque las empresas trataran de hacer de la necesidad virtud), la economía española seguiría huérfana de ventajas competitivas en los mercados exteriores. Se habría contenido probablemente el diferencial de inflación y quizás atenuado las desventajas de aquellas empresas ubicadas en sectores donde la competencia vía costes sea fun-

Emilio Ontiveros  
Analistas Financieros Internacionales y  
Universidad Autónoma de Madrid