

Una misma política monetaria, diferentes efectos regionales

Mario Izquierdo
Juan José de Lucio

1. INTRODUCCIÓN

Desde enero de 1999 once países europeos han delegado su política monetaria en el Banco Central Europeo (BCE, en adelante). Ello supone un hecho histórico sin precedente alguno que ha generado multitud de tomas de posiciones y de nuevos trabajos de investigación. En este documento, no pretendemos entrar en debates relacionados con los posibles efectos positivos o negativos derivados de la Unión Monetaria, la existencia de un Área Monetaria Óptima entre los países que han adoptado la nueva moneda o si las diferencias entre países aumentarán o disminuirán como resultado de esta política monetaria común. Nos centraremos en el análisis de los efectos diferenciales de una única política monetaria en economías con características diferentes. Por ello, y pese a que el estudio de la política monetaria es netamente dinámico y las técnicas utilizadas en este trabajo así lo asumen, nuestro análisis es estático en el sentido de que consideramos dadas las características de las economías estudiadas no permitiendo una alteración de las

mismas como consecuencia de las decisiones de política monetaria.

Este tipo de investigación pertenece a una nueva línea iniciada con el trabajo de Carlino y DeFina (1999) en el que explicaban las diferentes respuestas de los estados de Estados Unidos a la política monetaria llevada a cabo por la Reserva Federal, en función de características regionales entre las que principalmente se identificaba la composición sectorial de la región. El trabajo de Dornbush, Favero y Giavazzi (1998) hace una revisión de la literatura relativa a los países europeos y propone su propio análisis; el trabajo concluye que existen diferentes efectos de la política monetaria entre países europeos y señala que la estructura financiera y el proceso de determinación de los salarios son dos variables clave explicativas de estas diferencias.

Desde otra perspectiva una serie de estudios han analizado las diferentes respuestas sectoriales a la política monetaria. Es conocido el hecho de que sectores como el de la construcción o el manufacturero son más sensibles a las variaciones

de la política monetaria que el sector servicios, por ejemplo, Gamley y Salmon (1997) estudian los efectos de la política monetaria del Banco de Inglaterra sobre los distintos sectores de la economía del Reino Unido. Sus resultados avalan la existencia de un canal de transmisión de la política monetaria relacionado con la composición sectorial y les permite concluir que tanto la magnitud como la velocidad de reacción de la respuesta de cada sector a un movimiento no anticipado de la política monetaria varía entre sectores.

Los resultados de los trabajos mencionados anteriormente nos avanzan que podemos esperar cierta diversidad en las respuestas de los países a la política monetaria única llevada a cabo por el BCE y que, por lo tanto, es pertinente estudiar si existen estas diferencias y a que se deben para poder actuar en consecuencia.

El trabajo se organiza de la siguiente forma. En primer lugar presentamos los principales argumentos por los que los efectos finales de la política monetaria pueden diferenciarse entre regiones. Básicamente, éstos se derivan de los mecanismos de transmisión relacionados con la estructura y desarrollo del sistema financiero y con las características reales de la economía; principalmente la composición sectorial y el proceso de determinación de precios y salarios. Asimismo, se identifican algunas variables que pretenden captar estos conceptos estructurales y se muestra la diversidad existente en estas variables en las regiones españolas. La tercera sección identifica las respuestas de las regiones españolas a la política monetaria única llevada a cabo hasta finales de 1998 por el Banco de España lo que nos permite mostrar que, en general, las respuestas regionales son estadísticamente diferentes de cero y a su vez distintas entre ellas, esta sección concluye estableciendo correlaciones con las variables identificadas como explicativas de esta diversidad. La cuarta sección realiza un ejercicio ilustrativo para el caso europeo, los resultados muestran, de

nuevo, que existen diferencias en las respuestas de los países que son explicadas con variables similares a las identificadas en el caso español. Finalmente, el documento concluye con una recapitulación de los principales resultados del trabajo y unas reflexiones sobre sus implicaciones de política económica para los países de la zona euro.

2. EFECTOS REGIONALES DE LA POLÍTICA MONETARIA

La literatura económica ha señalado una serie de factores que pueden provocar efectos diferenciados por regiones de una misma política monetaria. La composición sectorial de la economía, la estructura y desarrollo del sistema financiero, el mecanismo de negociación salarial y de fijación de precios o el patrón de ahorro de los agentes de la economía son factores que afectan a los mecanismos de transmisión de la política monetaria, y por tanto, si difieren entre países/regiones, pueden inducir a que una misma política monetaria no afecte con la misma intensidad a las variables objetivo final, básicamente empleo y producción, de los distintos territorios.

Hagamos un breve repaso a esta serie de factores que condicionan los efectos de la política monetaria:

- La composición sectorial es uno de los elementos clave en el mecanismo de transmisión de cualquier política monetaria. Aquellas economías con una estructura sectorial más orientada hacia sectores como la construcción o las manufacturas, caracterizados por una mayor sensibilidad a las variaciones de los tipos de interés y de la cantidad de dinero en circulación, se verán más afectadas por las decisiones de política monetaria.
- El tamaño de las empresas de un territorio es otro elemento rele-

vante. La mayor presencia de empresas grandes y por lo tanto con una mayor capacidad para acceder a mercados internacionales de crédito o a otras fuentes de financiación, generará una menor dependencia de las decisiones de política monetaria.

Igualmente, la presencia en el territorio de más y mayores bancos, con, de nuevo, mejor capacidad para obtener financiación externa y una mayor diversificación de sus intereses en distintos territorios, puede disminuir los efectos de la política monetaria. Por otra parte, la existencia de bancos con intereses locales y más implicados en el desarrollo de la región puede provocar una actitud de los mismos tendente a estabilizar los efectos locales de una política monetaria.

Otro factor relevante es el mecanismo de negociación salarial. Las negociaciones a nivel de empresa o nacional tienden a traducirse en menores incrementos salariales que las negociaciones sectoriales. Por otra parte, la negociación de salarios en términos nominales permite la existencia de efectos permanentes de la política monetaria, pues la velocidad de ajuste de salarios y precios es menor.

La posición financiera de las empresas y los hogares también es un factor a tener en cuenta. Las subidas de tipos de interés, afectarán de forma inversa a prestamistas y prestatarios, y por tanto, el nivel de endeudamiento del territorio condi-

cionará los efectos de la política monetaria, siendo más pronunciada en aquellos territorios más endeudados y por lo tanto con una mayor restricción presupuestaria. Asimismo la composición entre préstamos de interés fijo y variable, a largo plazo o a corto o el periodo de revisión de los tipos de interés tanto de activo como pasivo, afecta indistintamente a la velocidad de transmisión. En general, el desarrollo del sistema financiero con productos más sofisticados y agentes más informados supone una mayor independencia de la economía con respecto a las condiciones monetarias locales.

Finalmente, el grado de apertura comercial del territorio es otro factor relevante, en la medida que territorios más abiertos al comercio exterior serán más sensibles a los movimientos del tipo de cambio provocados por la política monetaria. Asimismo, regiones con una mayor tasa de cobertura (mayor proporción de exportaciones sobre importaciones) se verán más afectadas por las variaciones que la política monetaria como consecuencia del incremento (decremento) de la tasa de cobertura provocado por una depreciación (apreciación) del tipo de cambio tras movimientos expansivos (restrictivos) de la política monetaria.

Para el caso de las regiones españolas, en la Tabla 1. se presentan algunos estadísticos descriptivos de algunas de las variables relacionadas con los factores mencionados anteriormente.

Tabla 1
Disparidades regionales

	Max	Región	Min	Región	Media	Desv. típica
Tasa de salarización	0,86	Madrid	0,57	Galicia	0,72	0,07
Cobertura negociación colectiva	0,77	Baleares	0,44	Galicia	0,57	0,11
%empleo construcción	0,13	Extremadura	0,07	P. Vasco	0,09	0,01
% empleo industria	0,34	Navarra	0,07	Canarias	0,20	0,09
Depósitos/créditos	2,06	C. León	0,96	Baleares	1,35	0,32
Bancos/cajas	3,04	Asturias	0,69	Rioja	1,31	0,58
Apertura comercial	0,73	Navarra	0,07	Extremadura	0,33	0,18

En esta Tabla 1, podemos observar las disparidades existentes entre regiones españolas para una serie de variables que se han identificado como relevantes a la hora de explicar la respuesta regional a un movimiento de política monetaria. En función de estos datos cabría esperar, por ejemplo, que en Madrid y Baleares donde se observan los mayores porcentajes de tasa de salarización y de cobertura de la negociación colectiva, respectivamente, se produzca una mayor respuesta a la política monetaria que en Galicia, región con los mínimos valores para el conjunto de España en estas dos variables. En principio, la variabilidad observada hace posible la existencia de respuestas diferentes entre regiones ante una misma política monetaria como consecuencia de las diferencias existentes en las características regionales.

3. UNA ESTIMACIÓN PARA LAS REGIONES ESPAÑOLAS

En esta sección presentamos de forma resumida los principales resultados del trabajo de de Lucio e Izquierdo (1999). En dicho documento se identifican diferentes efectos de una única política monetaria analizando las respuestas del empleo de las 17 Comunidades Autónomas españolas a innovaciones en la política monetaria del Banco de España.

Los modelos de vectores autoregresivos (VAR) han sido los más extensamente utilizados en la literatura para estudiar los efectos de la política monetaria y sus mecanismos de transmisión. Las técnicas VAR son las más adecuadas para este tipo de análisis por su capacidad para estimar relaciones dinámicas entre las variables de interés. De Lucio e Izquierdo (1999) proponen la utilización de técnicas de ecuaciones aparentemente no relacionadas (SUR) para mejorar la tradicional estimación de modelos VAR individuales. Esta metodología permite obtener estimadores eficientes e imponer restricciones a los parámetros aumentando los grados de libertad.

En las estimaciones hemos incluido tres variables, todas ellas en niveles siguiendo a Bernanke y Mihov (1997). La variable real considerada son los ocupados proporcionados por la Encuesta de Población Activa con desagregación regional. La elección de la variable empleo en vez de la producción se ha realizado en función de la disponibilidad de datos trimestrales homogéneos a escala regional para un periodo de tiempo lo suficientemente amplio para realizar el análisis. Debemos hacer notar que el empleo es menos sensible a variaciones de la política monetaria que la producción. Además, se incluyen en las estimaciones el Índice de Precios al Consumo regional como indicador de precios y finalmente, nuestra variable indicativa de

la política monetaria son los Activos Líquidos en manos del Público. Cada ecuación contiene cuatro retardos de las variables en niveles¹, con variables ficticias trimestrales.

A la hora de identificar los shocks estructurales de política monetaria se imponen restricciones de corto plazo en la matriz de varianzas y covarianzas de los residuos. En función de estas restricciones, no se permite que el empleo responda contemporáneamente (en el mismo trimestre) a innovaciones en los precios o de política monetaria ni que los precios se modifiquen en el corto plazo ante variaciones de la política monetaria. Sin embargo, permitimos que la política monetaria reaccione contemporáneamente ante variaciones tanto del empleo como de los precios. El método de estimación conjunto utilizando técnicas SUR nos permite contrastar la igualdad de coeficientes entre regiones para algunos parámetros de las ecuaciones. Según los test efectuados se acepta que tanto los parámetros del empleo como los de la cantidad de dinero son iguales entre regiones en la ecuación de precios. En el resto de ecuaciones no se puede imponer ningún tipo de restricciones.

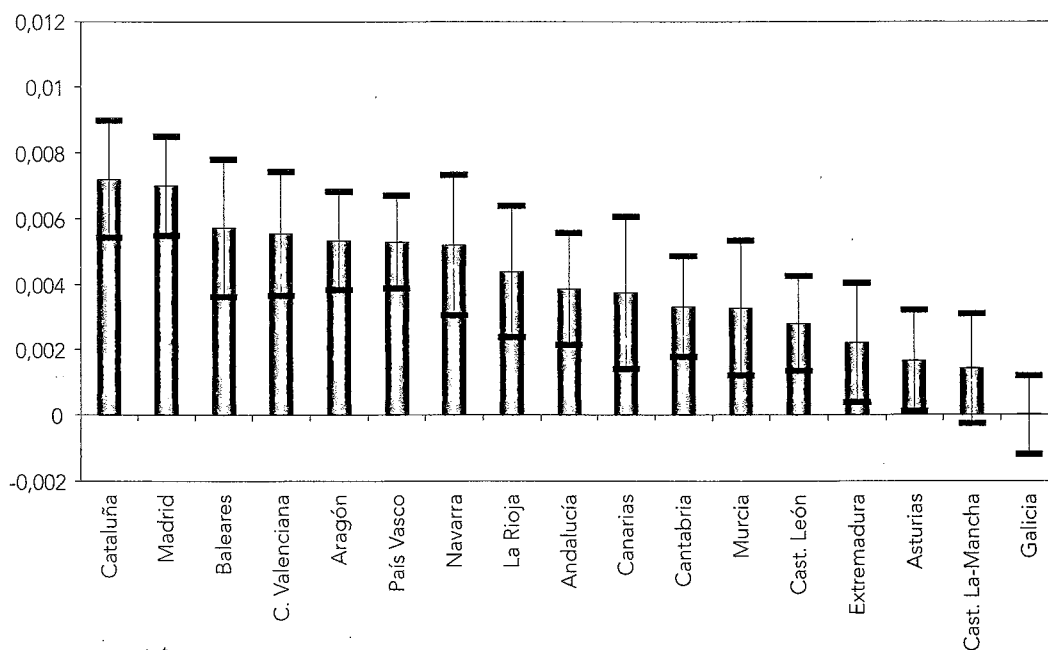
Los resultados de las estimaciones se pueden ver en el gráfico 1 donde están

representadas las repuestas del empleo de las 17 Comunidades Autónomas a una variación de la política monetaria después de dos años. Asimismo, se proporcionan los intervalos de confianza al 90% obtenidos con 1.000 simulaciones del modelo. En primer lugar, en dicho gráfico se observa una notable diversidad en las repuestas regionales aunque, como era de esperar, todas las Comunidades Autónomas manifiestan una respuesta positiva de su empleo tras una política monetaria expansiva, en este caso un incremento de la cantidad de dinero. Asimismo en todas las regiones, excepto en Castilla La Mancha y Galicia, la repuesta continua siendo estadísticamente significativa después de dos años. A largo plazo, las repuestas tienden a cero en todas las regiones.

Los intervalos de confianza y las repuestas representadas en el gráfico 1 nos permiten decir que estas repuestas son estadísticamente diferentes entre algunas regiones. Por ejemplo, tanto para Cataluña como para Madrid la respuesta es positiva y estadísticamente distinta de las siete regiones que tienen una respuesta de menor tamaño. Asimismo las bajas repuestas de Galicia, Castilla La Mancha y Asturias son estadísticamente diferentes de las obtenidas para las seis regiones con mayor respuesta.

¹ En presencia de relaciones de cointegración entre las variables del modelo, la estimación en niveles elimina los sesgos producidos al estimar el modelo en diferencias. Bernanke y Mihov (1997).

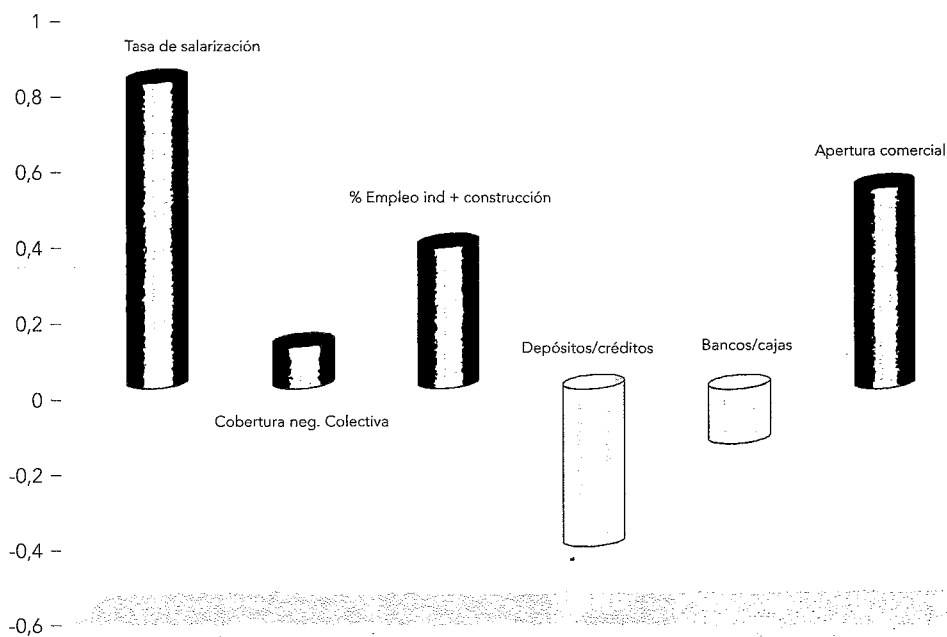
Gráfico 1
 Respuesta a un Shock monetario tras 2 años e intervalos de confianza.



Una vez que hemos identificado las diferentes respuestas regionales nos interesa explicar las causas de estas diferencias. Para ello, realizamos un ejercicio sencillo consistente en calcular la correlación entre estas respuestas regionales del

empleo dos años después del shock monetario con las variables que presentábamos en la sección 2 como condicionantes del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En el gráfico 2 se presentan estas correlaciones.

Gráfico 2
 Correlaciones entre la respuesta regional y algunas variables relevantes.



Primeramente, tenemos dos variables relacionadas con las características de los mercados de trabajo regionales. En este caso las correlaciones positivas nos indican que en aquellas regiones donde la cobertura de la negociación colectiva o el porcentaje de asalariados sobre el empleo total es mayor, también se observan mayores efectos de la política monetaria. Estos resultados están en línea con las teorías que predicen mayores efectos reales de la política monetaria en presencia de negociaciones nominales de los salarios.

En segundo lugar, el gráfico 2 presenta una variable que caracterizan la composición sectorial de las regiones. La correlación positiva señala que un mayor porcentaje de empleo en la construcción o en la industria, sectores especialmente sensibles a los movimientos de política monetaria, implica una mayor respuesta regional del empleo a las variaciones de política monetaria.

En un intento de representar la posición financiera neta de los agentes privados calculamos el ratio depósitos sobre créditos. Al calcular la correlación con las respuestas regionales obtenemos los resultados esperados así, regiones caracterizadas por una mayor tenencia de depósitos (posición financiera prestamista) se ven menos afectadas por una política monetaria al estar menos restringida su capacidad de reacción ante variaciones del tipo de interés o de la cantidad de dinero.

La variable bancos/cajas intenta medir la presencia en el sector financiero regional de instituciones mayores frente a entidades locales más pequeñas. El coeficiente obtenido avala la idea inicial de que a mayor presencia de instituciones bancarias de gran tamaño menor efecto de la política monetaria y está en contra de argumentaciones referentes a los efectos estabilizadores de los bancos locales, en principio más involucrados en la evolución de la economía regional.

Por último, tal y como esperábamos, obtenemos una correlación positiva entre la respuesta del empleo a escala regional y la apertura comercial dada la mayor sensibilidad de las economías más abiertas a las variaciones del tipo de cambio producidas por los movimientos de la política monetaria.

En resumen, hemos encontrado evidencia a favor de efectos regionales dispares de una política monetaria común y hemos conseguido relacionar estas disparidades con algunas de las variables identificadas en la literatura económica como condicionantes del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En la siguiente sección trataremos de aventurar como se puede trasladar esta evidencia a la recién creada Unión Monetaria Europea.

4. LA NUEVA POLÍTICA MONETARIA DE LOS PAÍSES EUROPEOS

Un ejercicio similar al de las regiones españolas realizado para los países que desde principios de 1999 comparten una única política monetaria nos permitiría identificar aquellos países que se ven más afectados por las medidas adoptadas por el BCE. Asimismo, la identificación de las características que determinan estas diferentes sensibilidades resulta de interés para realizar actuaciones de política económica que modifiquen la respuesta de las economías a la política monetaria. Sin embargo, pese al indudable interés de estos trabajos a la hora de estudiar los efectos diferenciales por países de la Unión Monetaria Europea de la política monetaria común, nos encontramos con la dificultad obvia de su reciente creación, y por tanto, con la falta de información lo suficientemente dilatada en el tiempo como para extraer conclusiones. A pesar de ello, se han realizado diversos estudios (véase, por ejemplo, el trabajo de Dornbusch, Favero y Giavazzi (1998)) que podemos clasificar bajo dos epígrafes. En primer lugar, existen los trabajos que

comparan los efectos de la política monetaria utilizando modelos macroeconómicos con un elevado número de ecuaciones realizados por los distintos países para representar y estudiar sus economías. Pese a que los supuestos de partida de estos trabajos son diferentes, el documento publicado por el BIS (1995) se atreve a aventurar posibles diferencias en las respuestas de los países analizados a partir de simulaciones de cambios en la política monetaria.

En segundo lugar, debemos mencionar aquellos modelos que utilizan técnicas VAR. En este caso, los resultados son menos robustos aunque también parecen indicar la existencia de diferencias. En general, los resultados obtenidos indican significatividad en las repuestas y desigualdades en las mismas no estadísticamente diferentes entre países. Estos modelos tampoco mantienen los mismos criterios de estimación y carecen de la posibilidad de analizar las respuestas de los distintos territorios a una misma variación (tanto en términos absolutos y relativos como en cuanto al momento en el que se produce) de la política monetaria y por lo tanto no nos permiten diferenciar entre los efectos de shocks monetarios heterogéneos y disparidades en los mecanismos de transmisión de los mismos.

La metodología utilizada para analizar las disparidades regionales es, en principio, adecuada para trasladarla al conjunto de países de la Unión Monetaria Europea. Sin embargo, mientras se disponen de series de datos más largas para la UME que identifiquen la política monetaria común solamente podemos realizar ejercicios de simulación bajo ciertos supuestos para obtener una idea tentativa de lo que podría ser las respuestas, tal y como se ha venido haciendo hasta este momento. Es decir, necesitamos asumir que la política monetaria viene definida por un agregado monetario compuesto idéntico, tal y como viene siendo desde principios de 1999, para los 11 países de la UME. En este caso, para llevar a cabo

este ejercicio, debemos realizar un supuesto, al menos, arriesgado. Suponemos que, desde 1988, la serie de tipo de interés a corto plazo (3 meses) elaborada por el BBV para el conjunto de los países de la UE es un indicador de las condiciones monetarias presentes en los países pertenecientes a la Unión Monetaria desde 1999. Por lo tanto analizaremos los efectos de las innovaciones en este indicador de la política monetaria común para identificar la posible diversidad de la respuesta entre países. Asimismo, en las estimaciones incluimos series de datos trimestrales del Índice de Precios al Consumo y del PIB con desagregación por países elaboradas por la OCDE. La información disponible comprende desde el primer trimestre de 1988 hasta el último de 1998 y nueve de los once países europeos que forman la Unión Monetaria (Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Holanda, Italia y Portugal), por falta de datos no se incluye ni a Luxemburgo ni a Irlanda.

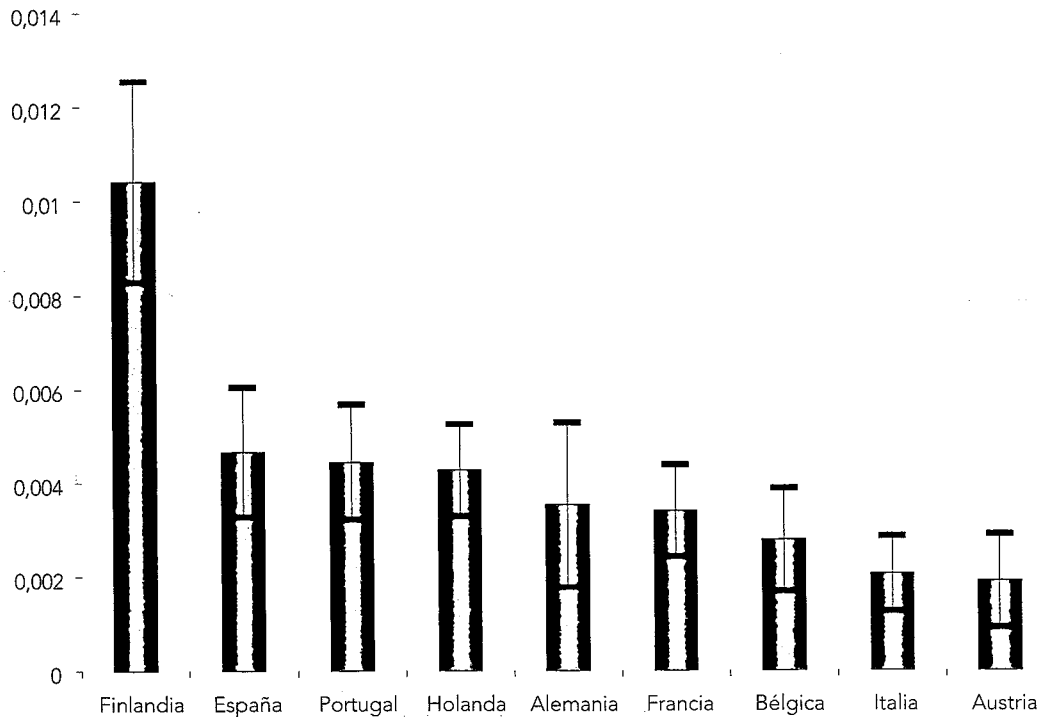
El método de estimación utilizado en este ejercicio de simulación es idéntico al de la sección anterior. En primer lugar, se estiman con técnicas de ecuaciones aparentemente no relacionadas las ecuaciones de precios, producto y tipo de interés. En este caso resulta significativa en la ecuación de tipos de interés la restricción de los parámetros correspondientes a los retardos del tipo de interés. La descomposición de Cholesky de la matriz de varianzas y covarianzas de los residuos asume una matriz triangular con restricciones que se derivan de la misma argumentación utilizada para las regiones españolas². Las respuestas obtenidas para los países analizados tras dos años se representan en el Gráfico 3 con sus inter-

² Es decir, no se permiten efectos contemporáneos sobre la producción ni los precios de un shock monetario, ni efectos contemporáneos de un shock de precios sobre la producción. Mientras que la política monetaria reacciona contemporáneamente a variaciones en precios y producción.

valos de confianza al 90%³. Como se puede observar, todos los países tienen respuestas significativamente distintas de cero a una modificación de la política

monetaria común. Nótese que en este caso se representa la respuesta de la producción a una política monetaria expansiva de reducción de los tipos de interés.

Gráfico 3
Respuesta a un Shock monetario tras 2 años e intervalos de confianza.

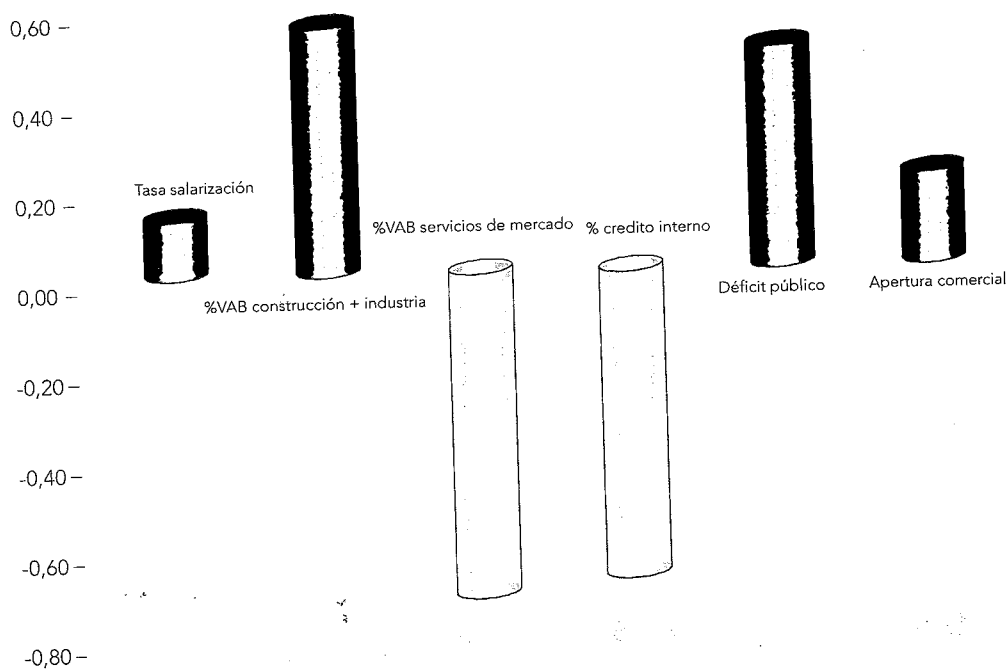


El gráfico 3 nos muestra que existen diferencias en las respuestas que son estadísticamente significativas. Por ejemplo, Finlandia responde de una manera más intensa que el resto de países analizados y su respuesta es estadísticamente diferente a todos los demás países, mientras que Italia y Austria tienen las menores sensibilidades a la política monetaria y son estadísticamente diferentes, por ejemplo, a las de España y Portugal.

Una vez obtenidas las respuestas por países un ejercicio más interesante en este caso, es relacionar estas respuestas nacionales con la serie de variables que hemos identificado como relevantes a la hora de explicar la divergencia en las respuestas territoriales ante una misma política monetaria. Esta es la información que se muestra en el Gráfico 4, donde se presentan las correlaciones de las respuestas nacionales con algunas de estas variables.

³ Obtenidos mediante 1000 simulaciones del modelo.

Gráfico 4
Correlación entre la respuesta nacional y algunas variables relevantes.



En primer lugar, obtenemos unos resultados similares los que encontramos en el ejercicio realizado para las regiones españolas. La actividad se incrementa más ante una reducción de los tipos de interés en aquellos territorios con una mayor tasa de salarización. A su vez, encontramos unas correlaciones notables entre la estructura sectorial del país y la respuestas nacionales. Una reducción de los tipos de interés incrementa la actividad con mayor intensidad cuanto mayor es la representación de los sectores industrial y de la construcción o menor es la importancia del sector servicios.

Además, de la estructura sectorial y del mercado de trabajo, dos variables del sector financiero merecen un comentario. El porcentaje de crédito interno suministrado por entidades financieras es un indicador del desarrollo del sistema financiero nacional y su correlación negativa nos indica la menor intensidad de la respuesta positiva de la actividad económica a una reducción de tipos cuanto más desarrollado está el sector financiero. Asi-

mismo, observamos una reacción más intensa a las modificaciones en la política monetaria en aquellos países con mayor déficit público, reflejando, posiblemente, la presencia de restricciones de liquidez en estos países. Finalmente, la apertura comercial⁴ presenta el signo esperado señalando que los países con mayor apertura comercial presentan una mayor respuesta.

En resumen, estos resultados muestran la presencia de unos efectos diferenciales de una política monetaria común entre los países europeos que están relacionados con una serie de variables ya identificadas en la literatura como determinantes del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Sin embargo, para poder realizar las estimaciones, hemos necesitado identificar la política monetaria común para los países de la

⁴ Para el cálculo del grado de apertura se ha utilizado el valor de las exportaciones e importaciones extracomunitarias en línea con la información empleada para el caso español.

Unión Monetaria mediante un agregado generado a partir de las condiciones monetarias generadas por las políticas locales. Este supuesto puede ser discutido, sin embargo, una mirada a los resultados presentados en la sección anterior para las regiones españolas y su similitud con los aquí presentados para los países europeos, nos permite, al menos, presumir, que, es plausible esperar efectos significativamente diferentes entre los once países europeos de la política monetaria única llevada a cabo por el BCE. Diferencias que parecen estar explicadas, en alguna medida, por la composición sectorial de la economía, la negociación de los salarios, el desarrollo del sistema financiero y la apertura de la economía entre otras posibles variables.

5. REFLEXIONES FINALES

El nuevo modelo de política monetaria que hemos empezado a disfrutar los países de la UME va a generar diferentes efectos en los países integrantes de la unión. En otras palabras, las respuestas de los territorios a las variaciones de la política monetaria llevada a cabo por el BCE serán de distinta intensidad en función de sus características reales y financieras. Esto ya se observa así en las regiones de un país aunque nunca ha supuesto objeto de debate en las decisiones de política monetaria. Sin duda, la existencia de efectos diferentes tampoco será un elemento a valorar en las decisiones del BCE. El nuevo Banco Central llevará una única política monetaria para todo el área monetaria teniendo en cuenta los agregados macroeconómicos de dicho territorio y en ningún caso considerará las características específicas de los países y las regiones. No por ello, y en función de los resultados ofrecidos en este trabajo, las regiones y países deben llevar a cabo la misma política económica sino que deberían moderar sus decisiones en función de las políticas determinadas por organismos de carácter internacional.

Aquellas regiones o países cuya sensibilidad a los movimientos de los agregados monetarios sea superior podrían actuar sobre su sector real y financiero para, según convenga, paliar o amplificar los efectos de la política monetaria. Por otra parte, aquellos territorios que presenten una menor sensibilidad a las políticas realizadas por el BCE podrán actuar de forma más autónoma sin tener que adecuar sus actuaciones a las decisiones de política de carácter extraterritorial.

Si bien la diversidad de efectos regionales no constituye un debate para los Bancos Centrales, en el seno de la UME ya se han observado durante los primeros meses de vida voces que reclaman actuaciones monetarias en una dirección u otra en función de variables nacionales. El BCE, bajo el coste de perder su credibilidad, no puede ni debe ceder a dichas presiones. Lo que les queda a gobiernos locales, regionales y nacionales es aprender sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria que determinan el comportamiento de sus variables reales en función de los cambios en variables nominales y actuar en consecuencia.

Las variables que parecen determinar la intensidad de la reacción del empleo la producción a los movimientos de la política monetaria son la composición sectorial, la estructura del mercado de trabajo principalmente en lo que se refiere a la determinación de los salarios, el nivel de endeudamiento, el desarrollo de los mercados financieros y la apertura de la economía. Aquellas economías con menor peso de los sectores más sensibles a la variación de los tipos de interés (industria y construcción) tendrán una menor respuesta a variaciones de política monetaria pues un porcentaje menor de su economía se verá afectado de forma significativa por la variación de tipos.

Territorios en los que la determinación de los salarios es más flexible a las condiciones económicas imperantes tendrán más capacidad de reacción y una menor inercia lo que disminuirá también

su respuesta a la política monetaria. Un menor endeudamiento de las familias, las empresas o del gobierno también implica una menor sensibilidad a las variaciones de tipos pues los agentes económicos están menos restringidos en su capacidad de financiación. Asimismo, mercados financieros y de capitales más desarrollados e independientes del Banco Central tienen mayor capacidad de actuación, y transmiten en menor medida las decisiones de política monetaria. Finalmente, el grado de apertura de una economía está directamente relacionado con la respuesta de la misma ante variaciones de la política monetaria, dados los efectos de ésta en los tipos de cambio.

En definitiva, la presencia de efectos de distinta intensidad por regiones en respuesta a una política monetaria común se ha observado ya en trabajos como el de Carlino y DeFina (1999) para EE.UU. o por de Lucio e Izquierdo (1999) para las regiones españolas. En la medida en que las diferencias en el sector real y financiero que explican esta diversidad en la respuestas estén presentes en los países europeos sería de esperar también efectos diferentes por países. Pero además de realizar esta translación, en este trabajo, hemos presentado una primera evidencia tentativa sobre estos efectos a nivel europeo. Los resultados del ejercicio sustentan la idea de que los efectos diferenciales entre países pueden ser importantes.

Por supuesto, una transformación como la que han realizado los países europeos supone cambios estructurales lo suficientemente notables como para que la experiencia pasada no tenga por qué trasladarse miméticamente a la evolución presente y futura. El nuevo marco institucional afectará, sin duda, a algunos factores determinantes del mecanismo de transmisión de la política monetaria, y por tanto, nuestros resultados deben entenderse como una llamada de atención sobre las posibles consecuencias locales de la política monetaria común llevada a cabo por el BCE para los 11 países que forman la Unión Monetaria Europea.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BERNANKE, B. Y MIHOV I. (1997): "What does the Bundesbank target?" *European Economic Review*. Vol 41, n. 6 pp. 1025-1054.
- CARLINO G. Y R. DEFINA (1999): "The differential Regional Effects of Monetary Policy" *Review of Economics and Statistics* Vol. LXXX. N. 4 pp. 572-587.
- DE LUCIO J Y M. IZQUIERDO (1999): "Local responses to a global monetary policy: The regional structure of financial systems" FEDEA Documento de trabajo 99-14.
- DORNBUSH R.; C. FAVERO Y F. GIAVAZZI (1998): "Immediate challenges for the European Central Bank" *Economic Policy* Vol. 26 pp. 17-64.
- GAMLEY J. Y C. SALMON (1997): "The industrial impact of monetary policy shocks: some stylized facts". Bank of England Working Paper n. 68. September.