

En profundidad

¿La Eurozona a cámara lenta?

Una comparativa de estrategias de tipos del BCE y la Fed

Miguel Yagüe Gurucharri
Natalia Martín Gómez



Instituto Español
de Banca y Finanzas

Resumen Ejecutivo

¿Es más lento el Banco Central Europeo que la Reserva Federal en responder a los cambios en la coyuntura económica? ¿Son realmente diferentes las estrategias de tipos de interés de los dos organismos? Y si es así ¿qué justifica esas diferencias? ¿Las políticas de tipos del Banco Central Europeo han estado más inclinadas a responder a las necesidades de los países del Norte de Europa que a las del Sur? Frente al debate público sobre estas cuestiones, que en gran medida se ha centrado en la mera secuencia de modificación de los tipos de interés oficiales de los dos organismos, esta nota técnica analiza las estrategias del BCE y la Fed en el contexto de las distintas coyunturas económicas a las que han tenido que hacer frente en cada una de sus regiones. Las conclusiones muestran que:

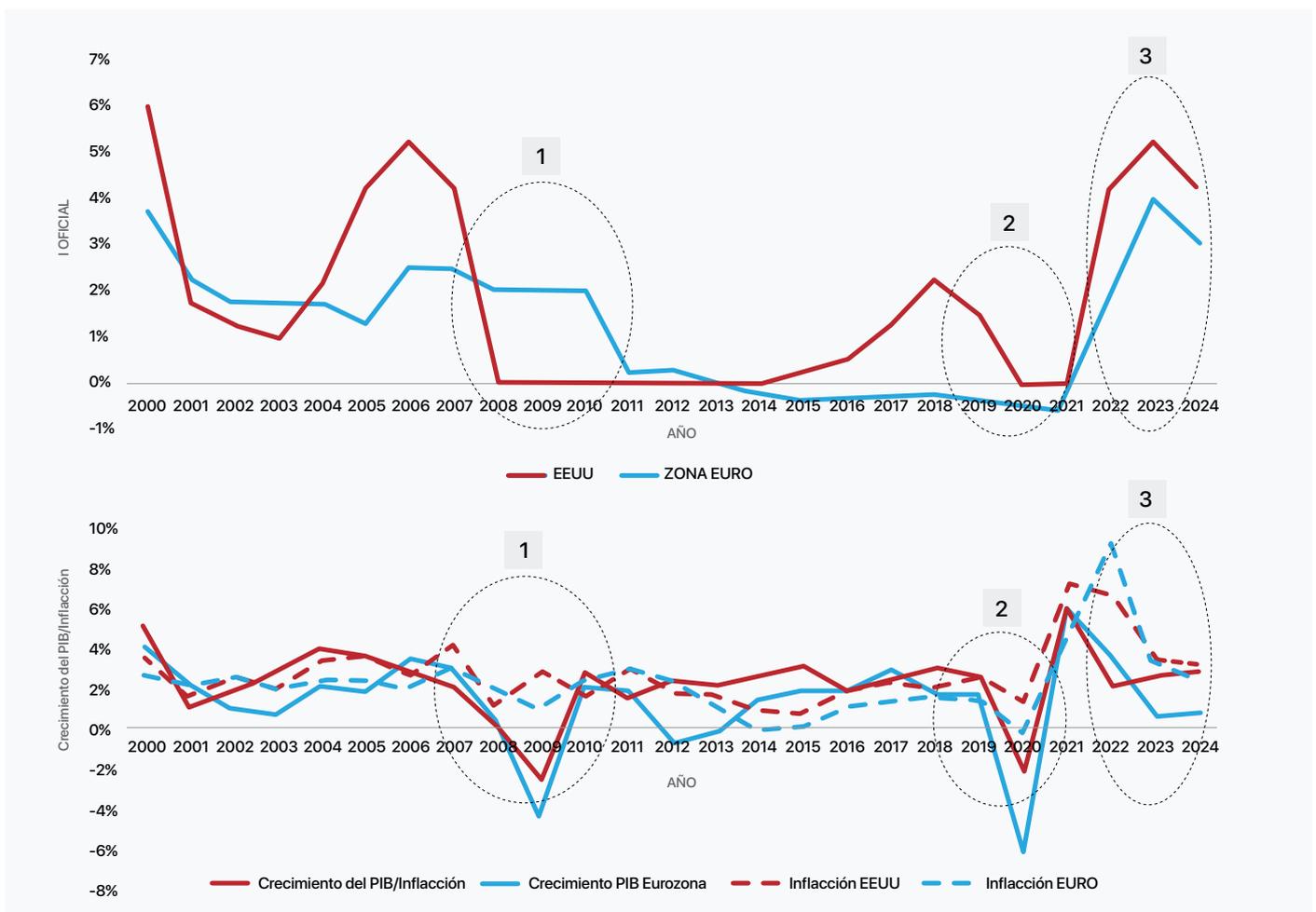
- 1 → La Fed es más sensible y reacciona más rápido que el BCE a los cambios de coyuntura,** medida ésta a partir de las dos variables más relevantes para la toma de decisiones de política monetaria: el nivel de actividad económica y la inflación. En concreto, los tipos oficiales de la Fed son un 50% más sensibles a los cambios de coyuntura que los del BCE, produciéndose un 43% de esa reacción ya en el mismo año en el que se dieron dichos cambios en el caso americano y tan sólo un 32% en el europeo..
- 2 → Los tipos oficiales de la Fed muestran una mayor concordancia con los cambios previos en el nivel actividad económica** que los del BCE, mientras que la correlación de los tipos de ambas regiones con los niveles de inflación es similar. Este resultado podría apuntar a una mayor sensibilidad relativa de la Fed al nivel de actividad económica frente a la inflación cuando se compara con su homólogo europeo.
- 3 → Existe una disparidad mucho mayor en el comportamiento de las economías de los países miembros de la Eurozona** (un 3,1% de dispersión media en el crecimiento de sus PIBs) **que en los estados federales que constituyen los Estados Unidos** (un 2,2%), lo que permite explicar la menor sensibilidad a la coyuntura económica conjunta de la región en el caso europeo.
- 4 → Existen fuertes discrepancias en los tipos de interés que mejor responderían a las distintas coyunturas de los países miembros de la Eurozona.** Sin embargo, y frente al debate público en sentido contrario, **históricamente los tipos oficiales han tendido a aproximarse mejor a las necesidades del Sur que a las del Norte de Europa,** circunscribiendo las dificultades que los países del Sur han tenido con la política monetaria de la Eurozona a su mecanismo de transmisión y, en concreto, al retraso en el lanzamiento de los programas de compra de bonos que permitieron reducir sus primas de riesgo.

1 Introducción

Las recientes tensiones inflacionistas de la economía mundial, consecuencia de la subida de precios de las materias primas y de la guerra de Ucrania, han puesto de nuevo sobre la mesa el debate sobre la adecuación de la estrategia de tipos de interés seguida por el Banco Central Europeo y, en concreto, sobre su velocidad de respuesta a los cambios de coyuntura en comparación con su homólogo americano, la Reserva Federal.

Desde una perspectiva histórica, un análisis rápido de los tres episodios de crisis más recientes de la economía mundial (crisis financiera, Covid y periodo inflacionista 2022-2024) muestra que el BCE ha sido siempre más lento en modificar sus tipos de interés que la Fed, tal y como muestran los gráficos 1 y 2 inferiores. En esta misma línea, durante los últimos meses el BCE también ha tardado más en acompasar la reducción de tipos al descenso de las tensiones inflacionistas, alentando así el debate sobre la lentitud de respuesta del organismo europeo y sus posibles consecuencias en la ralentización de la actividad económica de la Eurozona.

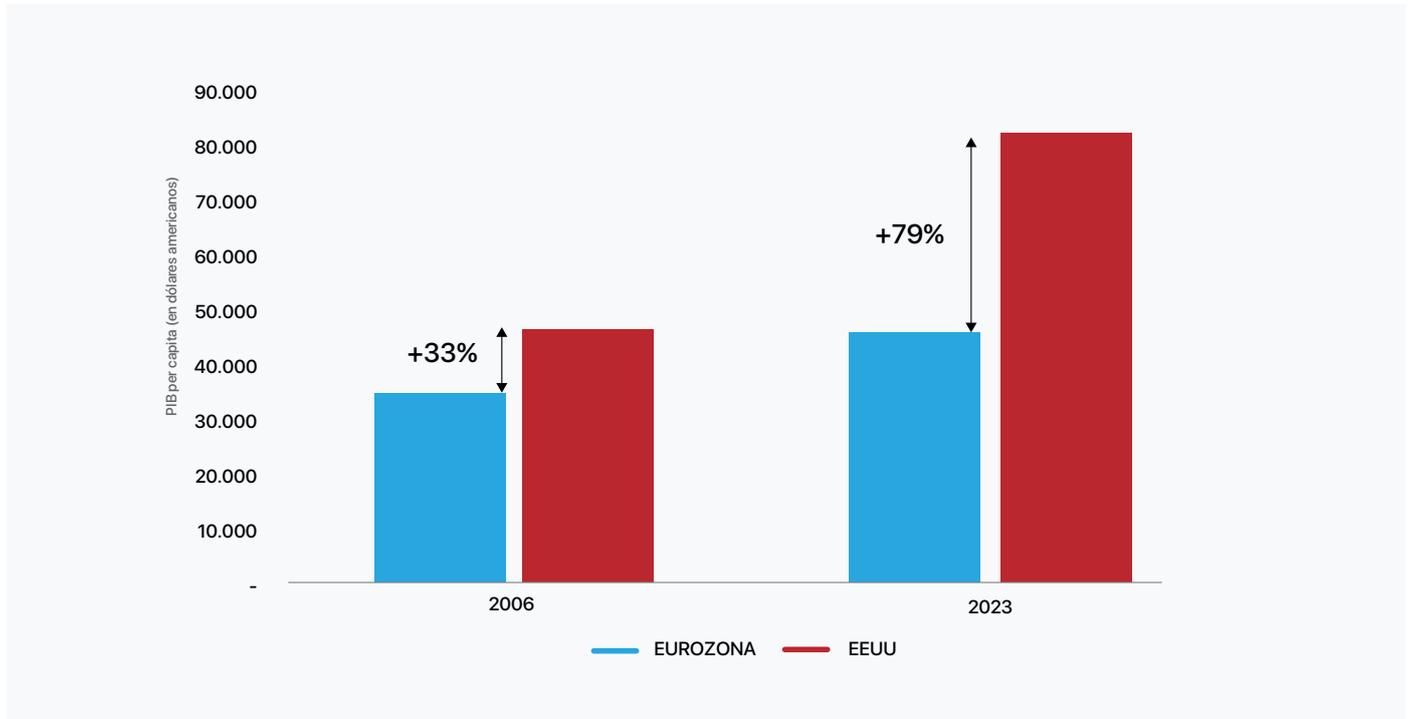
Gráficos 1 y 2. Tipos de interés oficiales y crecimiento del PIB e inflación de la Eurozona y EEUU en el período 2000-2024.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Worldwide Inflation Data y Datosmacro.

Este debate podría cobrar más trascendencia aún si consideramos que, en este mismo período, el comportamiento de la economía americana ha sido claramente mejor que el de la europea: entre 2006 (el año anterior al estallido de la crisis financiera) y 2023 el gap de PIB per cápita de la Eurozona respecto a Estados Unidos se ha ampliado del 33% al 79% (gráfico 3).

Gráfico 3. Evolución del PIB per cápita en la Eurozona y en EEUU (2006-2023).



Fuente: *Countryeconomy*.

Sin embargo, resultaría aventurado extraer conclusiones rápidas a partir de las comparaciones anteriores. En primer lugar, porque existen factores estructurales que pueden ejercer un papel fundamental en el desigual desempeño de ambas economías y que nada tienen que ver con la política monetaria. Y en segundo lugar porque, incluso circunscribiéndonos al mero ámbito de la política monetaria, las distintas estrategias de tipos llevadas a cabo por el BCE y la Fed podrían justificarse precisamente por las diferencias en las coyunturas económicas a las que han tenido que responder ambos organismos en cada región.

Es en este segundo aspecto en el que se centra este documento. Para ello, en primer lugar, realizamos una comparativa de las estrategias de tipos de interés de la Fed y el BCE vinculando las políticas efectivamente aplicadas en cada región a su coyuntura económica mediante la regla de Taylor, que integra de forma sencilla los dos factores más importantes en la determinación de los tipos de interés oficiales: la brecha de PIB y la inflación. Como los resultados muestran diferencias significativas en la sensibilidad de respuesta de cada organismo a la coyuntura económica de su región, analizamos dos posibles explicaciones de dicha divergencia: las distintas prioridades en los objetivos de la política monetaria (actividad económica vs. inflación) y la mayor o menor disonancia en el comportamiento de las economías de los estados que las constituyen (los estados federales de Estados Unidos vs. los países miembros de la Eurozona). Posteriormente, comparamos las necesidades de política de tipos de los distintos estados miembros de la Eurozona, analizando lo que ha constituido otro de los debates más recurrentes sobre la política monetaria del BCE: a qué grupos de países (Norte y Sur) y a qué países concretos ha podido favorecer históricamente su estrategia. Finalmente, resumimos las principales conclusiones de este estudio y sus implicaciones en el debate sobre la adecuación de la política de tipos seguida por el BCE.

2

Un análisis comparativo de las estrategias de tipos a partir de la regla de Taylor

La regla de Taylor establece una relación entre los tipos oficiales fijados por los bancos centrales y el contexto macroeconómico sintetizado en sus dos determinantes clave: por un lado, la brecha del PIB medida como la diferencia entre el PIB de un país y su nivel potencial (esto es, el PIB que se obtendría en una situación de pleno empleo) y, por otro, la desviación objetivo de inflación (esto es, la diferencia entre el nivel de inflación efectivamente observado en la economía y el objetivo fijado por el banco central). En su versión más sencilla, la regla de Taylor puede expresarse como:

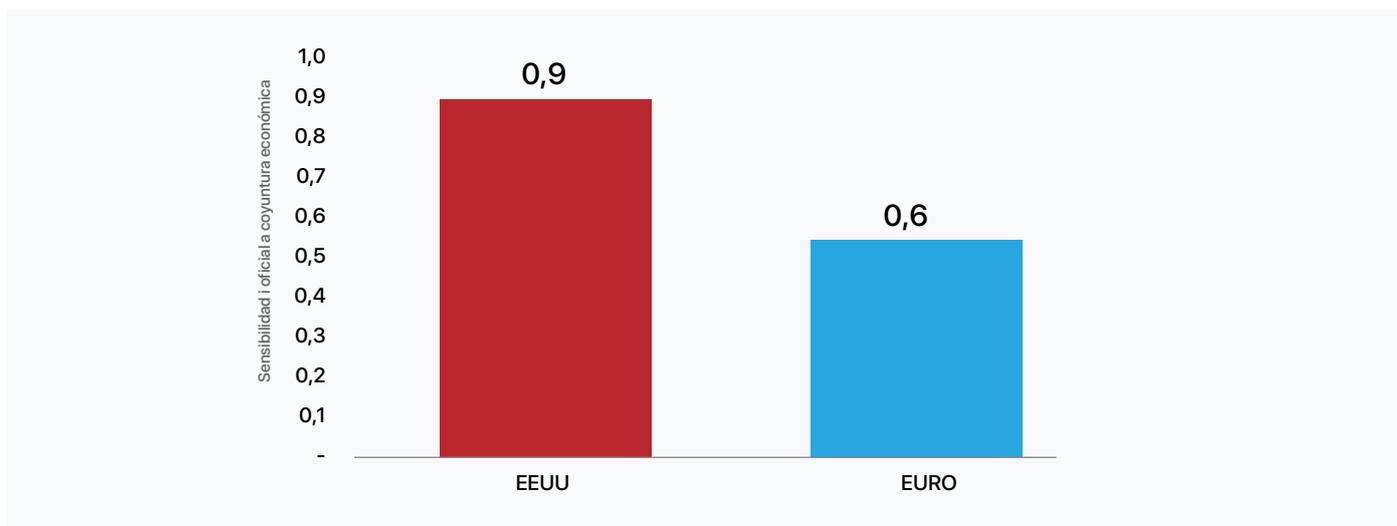
$$\text{Tipo de interés oficial} = \text{Inflación} + 0,5 \times \left[\text{Brecha de PIB} \right] + 0,5 \times \left[\text{Desviación del objetivo de inflación} \right]$$

Tal y como puede verse en el recuadro en gris, en esta versión sencilla de la regla de Taylor las dos variables macroeconómicas (la brecha de PIB y la desviación del objetivo de inflación) están ponderadas al cincuenta por ciento. En este contexto, más que tratar de replicar el funcionamiento de la fórmula en su exactitud para cada región, las cuestiones que cabe plantearse para poder comparar las estrategias de política monetaria de la Eurozona y la Fed son: en primer lugar, en qué medida los tipos de interés oficiales de cada región son más o menos reactivos a los cambios en este factor de síntesis de la coyuntura económica; y, en segundo lugar, cuál es la velocidad de reacción a estos cambios, esto es, en qué medida los bancos centrales reaccionan a la nueva coyuntura de forma inmediata o lo hacen de forma retardada.

Los gráficos 4 y 5 resumen los resultados de este análisis, mostrando cómo la Fed es más sensible y reacciona más rápido a la coyuntura que el BCE. En concreto, la sensibilidad acumulada de los tipos de interés oficiales a los cambios en la coyuntura económica sintetizados en la regla de Taylor es un 50% superior en Estados Unidos que en la Eurozona (0,9 vs. 0,6), produciéndose un 43% de esa reacción ya en el mismo año en el que se dieron dichos cambios en el primer caso y tan sólo un 32% en el segundo. Así por ejemplo, en media, una caída de dos puntos del PIB en Estados Unidos¹ acabaría suponiendo un descenso de 0,9 en el tipo de interés oficial de la Fed (del cual, un 0,4 ya se realizaría en el mismo año de la caída del PIB), mientras que la misma caída del PIB en la Eurozona sólo significaría una rebaja de 0,6 en el tipo de interés oficial del BCE (del que únicamente un 0,2 ocurriría en el mismo año).

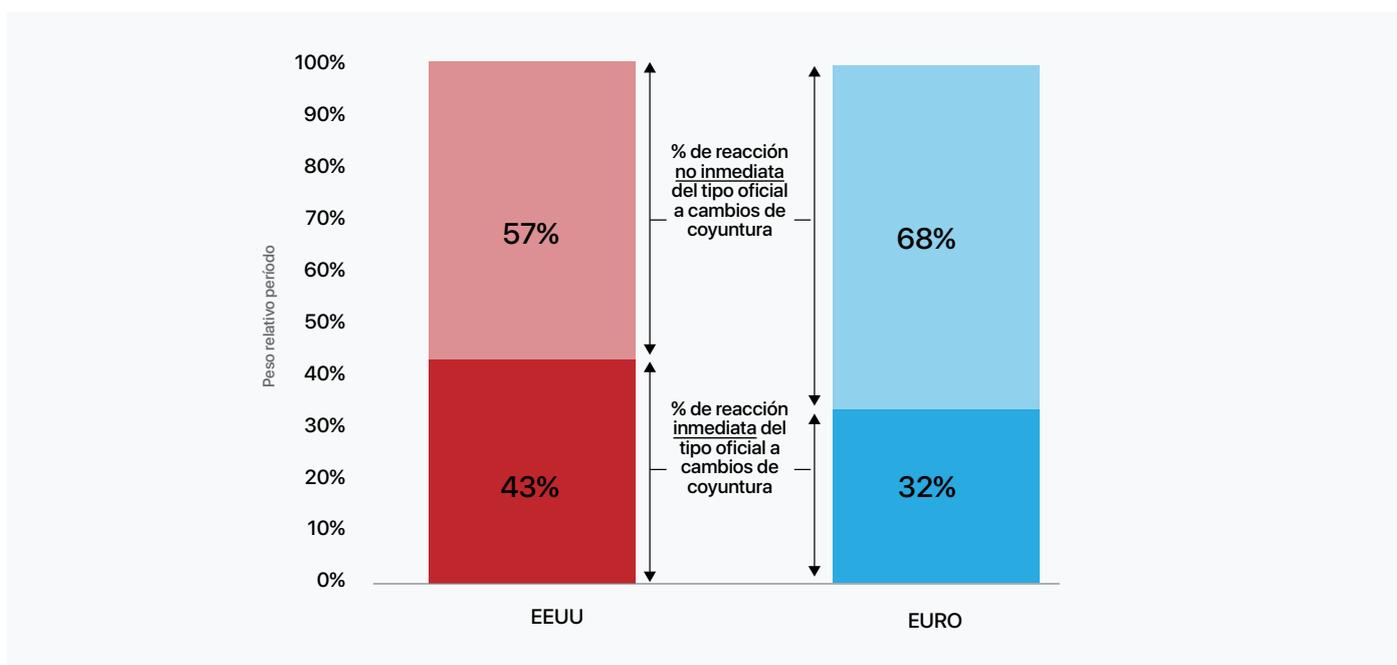
¹ Manteniéndose constante el nivel de PIB potencial.

Gráfico 4. Sensibilidad estimada de los tipos de interés oficiales de EEUU y la Eurozona a cambios en la coyuntura económica (2006-2023)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Federal Reserve Economic Data, Banco Mundial y Woldwide Inflation Data.

Gráfico 5. Descomposición por periodos de la sensibilidad de los tipos de interés oficiales de EEUU y la Eurozona a cambios en la coyuntura económica (2006-2023).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Federal Reserve Economic Data, Banco Mundial y Woldwide Inflation Data.

En ambas regiones, la coyuntura macro sintetizada por el factor de Taylor explica un alto porcentaje de la política de tipos oficiales: el 81% en Estados Unidos y el 66% en la Eurozona, reforzando la relevancia de los resultados.

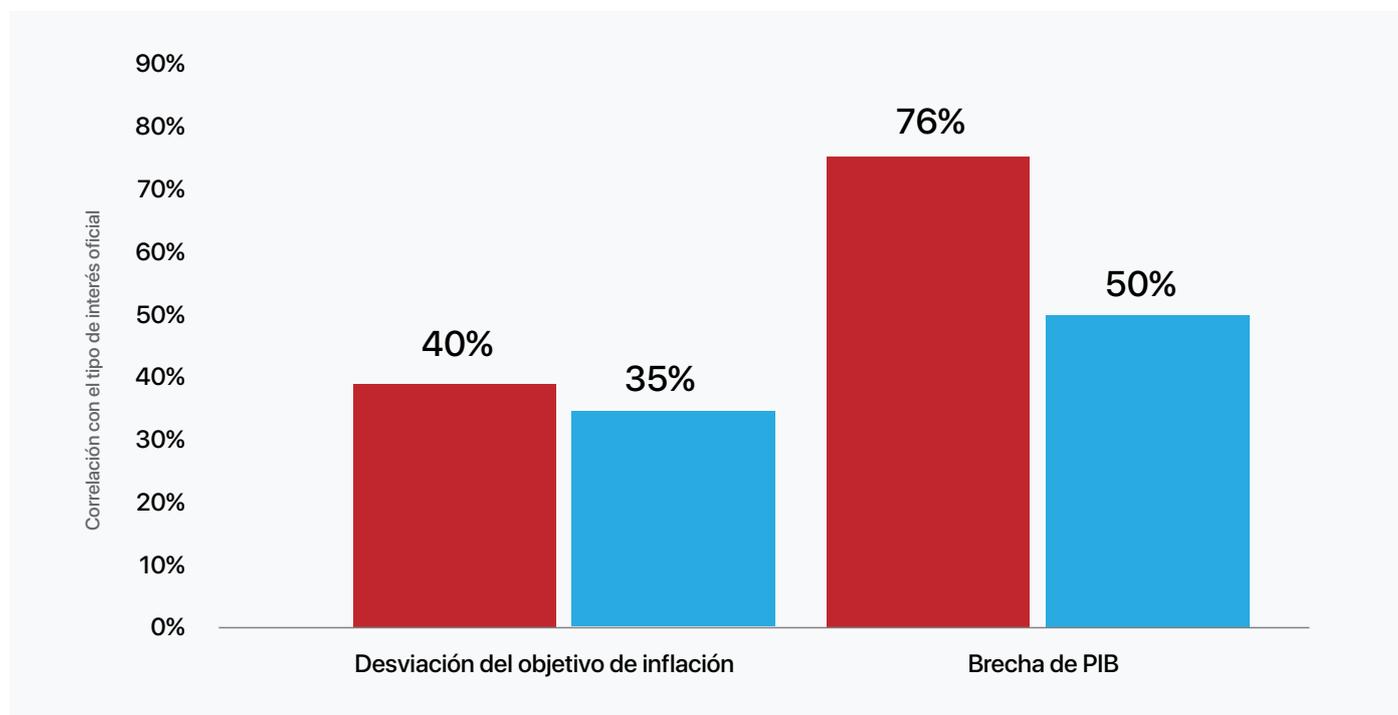
3

¿Siguen el BCE y la Fed los mismos objetivos macroeconómicos?

Una posible causa de las discrepancias observadas en la velocidad e intensidad de respuesta del BCE y la Fed a los cambios en la coyuntura podría ser la existencia de objetivos macroeconómicos diferentes en la política monetaria de cada organismo y, en concreto, la distinta importancia que el BCE y la Fed podrían estar dando en términos relativos al crecimiento de la economía y a la inflación en sus decisiones de tipos. En este contexto, si bien los estatutos de los dos organismos parecen indicar objetivos similares de política monetaria, priorizando en ambos casos el control de la inflación, en la práctica el BCE y la Fed podrían mostrar distintas sensibilidades a ambas variables.

El gráfico inferior muestra un análisis sencillo de las correlaciones de la política de tipos con la brecha de PIB y la desviación de la inflación respecto a su objetivo para cada una de las dos regiones. Tal y como puede observarse, si bien la correlación de los tipos oficiales con la desviación del objetivo de inflación es similar en ambas regiones, la correlación con la brecha de PIB es muy superior en Estados Unidos respecto a Europa, apuntando a una potencial mayor sensibilidad de la política de tipos de la Fed al nivel de actividad de su economía que el BCE.

Gráfico 6. Correlación del tipo de interés oficial con la brecha de PIB y la desviación de la inflación respecto a su objetivo en EEUU y la Eurozona (2006-2023).



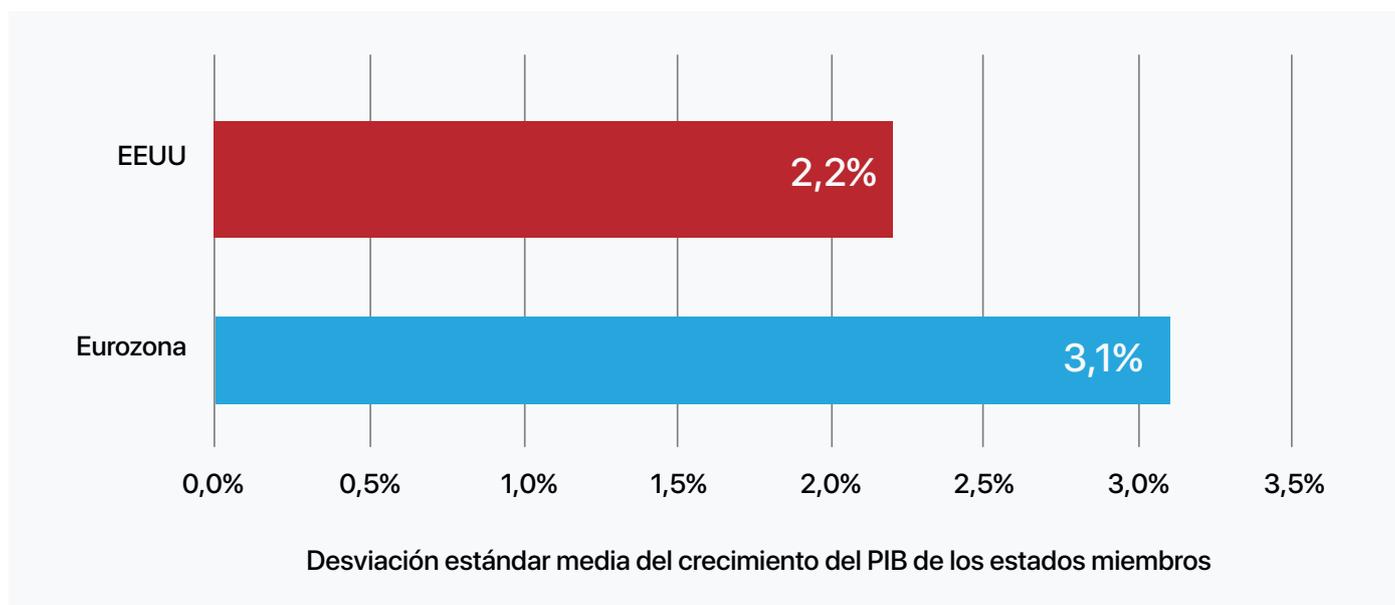
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Worldwide Inflation Data, Banco Mundial y Datosmacro.

4 El papel de la heterogeneidad de las economías de la Eurozona

Alternativamente, las menores sensibilidad y velocidad de respuesta del BCE a la coyuntura económica podrían explicarse por la mayor dificultad que implica definir una política monetaria común en un territorio en el que podrían existir mayores divergencias en el comportamiento de las distintas economías que lo constituyen. En última instancia, si los países que componen la Eurozona experimentan coyunturas económicas significativamente diferentes tendrán necesidades de política monetaria también distintas, lo que hace más difícil la definición de una estrategia única de tipos, tanto desde un punto de vista político, pudiendo ralentizar la toma de decisiones, como estratégico, pues tal y como se pudo ver al inicio de la década de 2010, la existencia de un único país o un número reducido de países con dificultades puede desequilibrar al conjunto de la región.

En este sentido, cabe esperar que las economías de los países miembros de la Eurozona, región sobre la que existe abundante literatura que pone en cuestión su definición como zona monetaria óptima, tiendan a comportarse de forma más heterogénea que los estados federales que constituyen los Estados Unidos. El gráfico inferior muestra una comparativa de la dispersión en los datos de crecimiento del PIB entre los estados miembros de cada una de las dos regiones, confirmando de forma clara esta hipótesis. De este modo, la mayor dispersión en el comportamiento de las economías de la Eurozona podría ser un factor potencialmente relevante al explicar la menor sensibilidad y mayor lentitud de respuesta del BCE en comparación con su homólogo americano.

Gráfico 7. Dispersión en el crecimiento anual del PIB de los estados miembros en EEUU y la Eurozona (desviación estándar media en el periodo 2006-2023).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Mundial y FRED Economic Data.



¿A qué regiones y países favoreció más la política de tipos del BCE?

Una vez confirmada la mayor dispersión en el comportamiento de las economías europeas en relación a las norteamericanas, cabe preguntarse hasta qué punto esa mayor dispersión supone necesidades de política monetaria distintas y, en ese caso, a qué países o grupos de países pudo beneficiar la estrategia de tipos efectivamente seguida por el BCE en las últimas dos décadas.

Para ello se ha estudiado el comportamiento de dos grupos de países del Norte y del Sur de la Eurozona, incluyendo como países del Norte a Alemania, Francia², Holanda y Finlandia (que acumulan aproximadamente un 60% del PIB de la Eurozona) y del Sur a Italia, España y Grecia (un 27% del conjunto del PIB de la región). En concreto, se han calculado los factores de Taylor de coyuntura económica de cada uno de los territorios anteriores para posteriormente analizar las correlaciones entre los distintos países y grupos. Tal y como muestran las tablas 1 y 2, aunque las necesidades de política monetaria del Norte y del Sur de la Eurozona presentan una correlación relativamente alta (las discrepancias entre países dentro de cada bloque se compensan), país a país las diferencias de coyuntura son significativas y en ciertos casos llegan a ser muy fuertes, traduciéndose en correlaciones muy bajas de sus factores de Taylor. En este sentido, la disparidad en el comportamiento de las economías alemana y griega, con una correlación de tan sólo un 37%, resulta especialmente paradigmática de la existencia de fuertes discrepancias en las necesidades de política monetaria dentro de la Eurozona.

Tabla 1. Matriz de correlaciones de coyuntura económica según regla de Taylor entre zona Sur y zona Norte de Europa (2006-2023).

	SUR	
SUR	100%	NORTE
NORTE	86%	100%

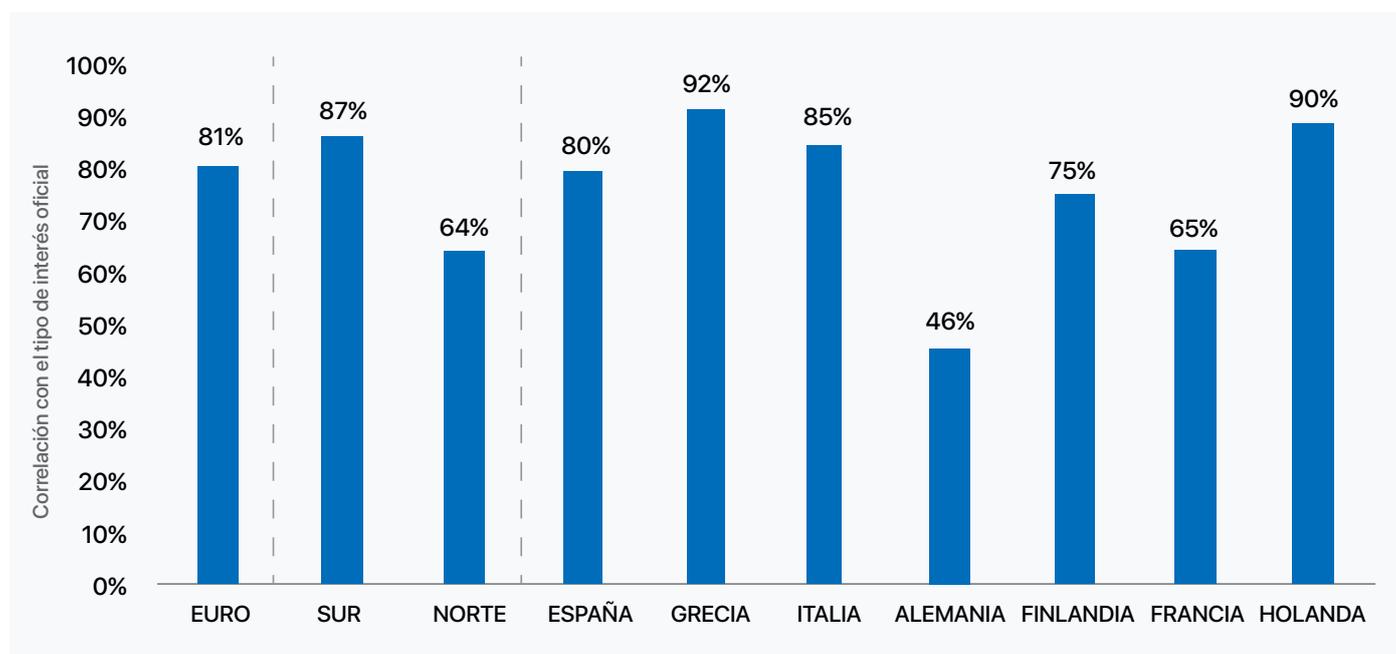
Tabla 2. Matriz de correlaciones de coyuntura económica según regla de Taylor entre países de la Eurozona (2006-2023).

	ESPAÑA	GRECIA	ITALIA	ALEMANIA	FINLANDIA	FRANCIA	HOLANDA
ESPAÑA	100%						
GRECIA	85%	100%					
ITALIA	92%	85%	100%				
ALEMANIA	73%	37%	74%	100%			
FINLANDIA	83%	69%	82%	77%	100%		
FRANCIA	87%	61%	90%	91%	79%	100%	
HOLANDA	87%	88%	96%	65%	80%	81%	100%

² El análisis de la evolución de la economía francesa según la regla de Taylor mostró mayor similitud en su comportamiento con el resto de países considerados del Norte que con los del Sur.

El gráfico 8 muestra la correlación entre las necesidades de tipos estimadas para cada una de las economías analizadas³ y los tipos oficiales efectivamente fijados por el BCE. Tal y como puede observarse, la evolución de los tipos de interés oficiales de la Eurozona muestra mayor concordancia con las necesidades del Sur de Europa que con las del Norte⁴. En concreto, por países, Grecia es el país a cuya coyuntura mejor se aproximó el tipo de interés oficial de la Eurozona y Alemania a la que peor. A priori parecería que los resultados contradicen la opinión más o menos generalizada de que en los años posteriores a la crisis financiera el BCE tendió a favorecer más a los países del Norte, siendo poco reactivo a la difícil situación de los países del Sur y a la fuerte debilidad de sus economías, lastradas por los graves problemas de deuda soberana. En este sentido, los resultados muestran que los problemas del Sur de Europa no tuvieron tanto que ver con los tipos de interés oficiales fijados por el BCE, que se adaptaron incluso mejor a sus necesidades, sino que pueden circunscribirse al retraso del organismo europeo en solucionar sus graves problemas con el mecanismo de transmisión de la política monetaria y, más en concreto, a la demora en el lanzamiento de los programas de compra de bonos que permitieron resolverlos, reduciendo sus primas de riesgo. Más aún, tal y como muestra el gráfico 9, probablemente los países del Norte no habrían tenido necesidad de tipos de interés negativos como los que impuso el BCE durante buena parte del periodo analizado, con excepción de los años de la pandemia.

Gráfico 8. Correlación entre los tipos de interés estimados según las necesidades de coyuntura de cada país y región y los tipos oficiales efectivamente fijados por el BCE (2006-2023).

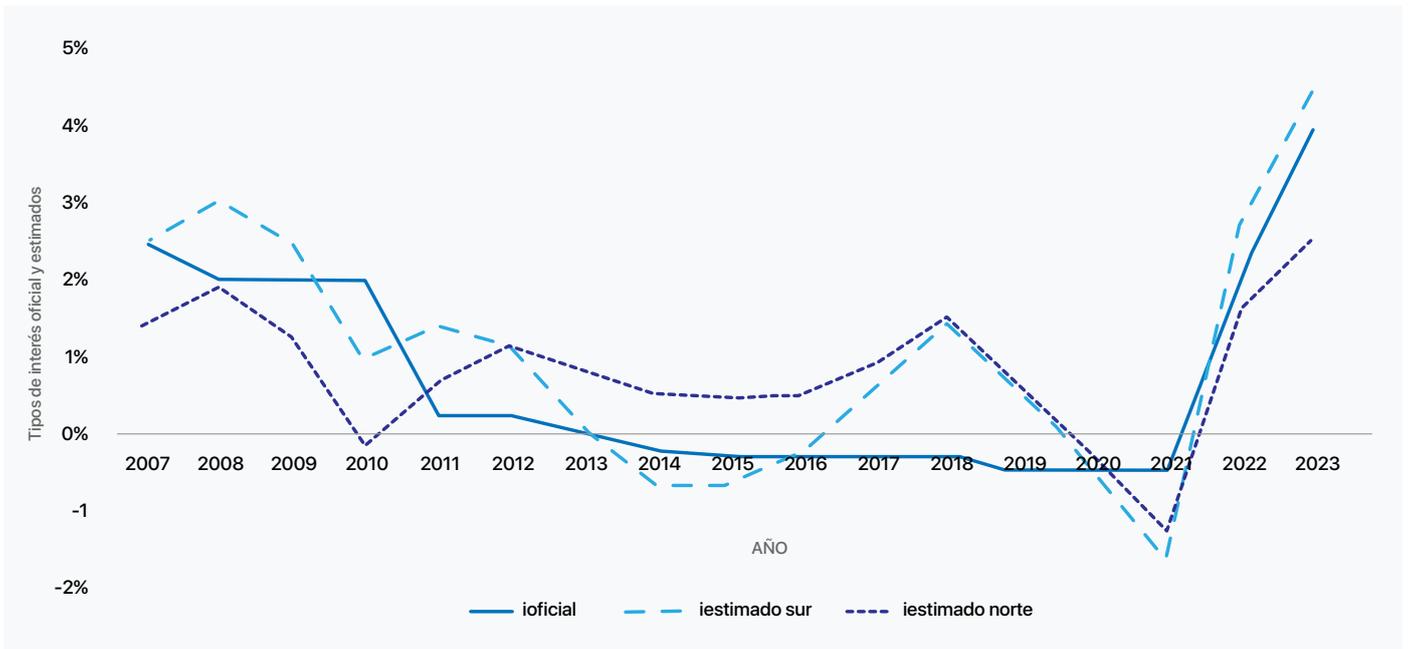


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Worldwide Inflation Data, Banco Mundial y Datosmacro.

³ Los tipos que mejor responderían a las necesidades de cada país y grupo de países se han calculado aplicando el modelo global de sensibilidad de los tipos oficiales del BCE a la coyuntura macroeconómica del conjunto de la Eurozona (estimado en la sección 3) a la situación económica específica (brecha de PIB y desviación de inflación respecto al objetivo) de cada país y grupo.

⁴ El hecho de que los países analizados del Norte representen un porcentaje mayor del PIB de la Eurozona que los del Sur (cerca de un 60%, frente a un 27%) refuerza aún más la validez de las conclusiones anteriores, puesto que, de esta forma, los primeros pesan más en la determinación de la coyuntura global de la Eurozona (que es la que determina el tipo de interés oficial único).

Gráfico 9. Evolución de los tipos de interés estimados según las necesidades de coyuntura de las regiones del Norte y del Sur de Europa y los tipos oficiales fijados por el BCE (2006-2023).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Worldwide Inflation Data, Banco Mundial y Datosmacro.

6

Conclusiones

1 →

La estrategia de tipos del BCE y su comparación con la Fed han sido frecuente objeto de discusión en las últimas décadas. Sin embargo, gran parte del debate público ha estado basado en la mera asincronía en la evolución cronológica de los tipos de interés oficiales fijados por ambos organismos. En esta nota técnica se ha tratado de analizar la estrategia de tipos del BCE considerando las diferencias en el contexto económico de ambas regiones. En relación a una de las hipótesis más consideradas en el debate público, sí parece observarse que, en efecto, la Fed es más sensible y reacciona más rápido que el BCE a los cambios de coyuntura. Entre las causas de esta menor velocidad de respuesta podrían estar tanto la menor sensibilidad relativa del BCE al nivel de actividad económica en relación con la Fed como la mayor disparidad en el comportamiento de las economías que integran la Eurozona en comparación con las que constituyen los Estados Unidos. En este contexto, los tipos de interés oficiales fijados por la autoridad monetaria europea no parecen haberse adaptado mejor a las necesidades del Norte de Europa que a las del Sur, sino más bien al contrario, en claro contraste con la idea más generalmente aceptada en el debate público.

2 →

Tal y como se ha explicado al inicio de este documento, tras la crisis financiera la brecha entre el PIB per cápita de EEUU y la Eurozona se ha ampliado de forma significativa. Las diferencias estructurales entre ambas economías (principalmente, una menor regulación, una mejor integración del mercado interior y una mayor dotación de recursos energéticos de Estados Unidos) están siendo especial objeto de análisis como factores explicativos de tan fuerte distanciamiento, sentando las bases para una transformación necesaria de las economías europeas en los próximos años que permita reducir esas diferencias. Como herramienta esencial de política económica, los tipos de interés oficiales permiten dar respuesta a los cambios de coyuntura y dotar a las economías de la estabilidad necesaria para su crecimiento a largo plazo. Las fuertes diferencias observadas en la política de tipos en las dos regiones muestran que tal vez ésta también debería considerarse entre los factores que han podido desempeñar un papel significativo en el agrandamiento de la distancia entre ambas economías.

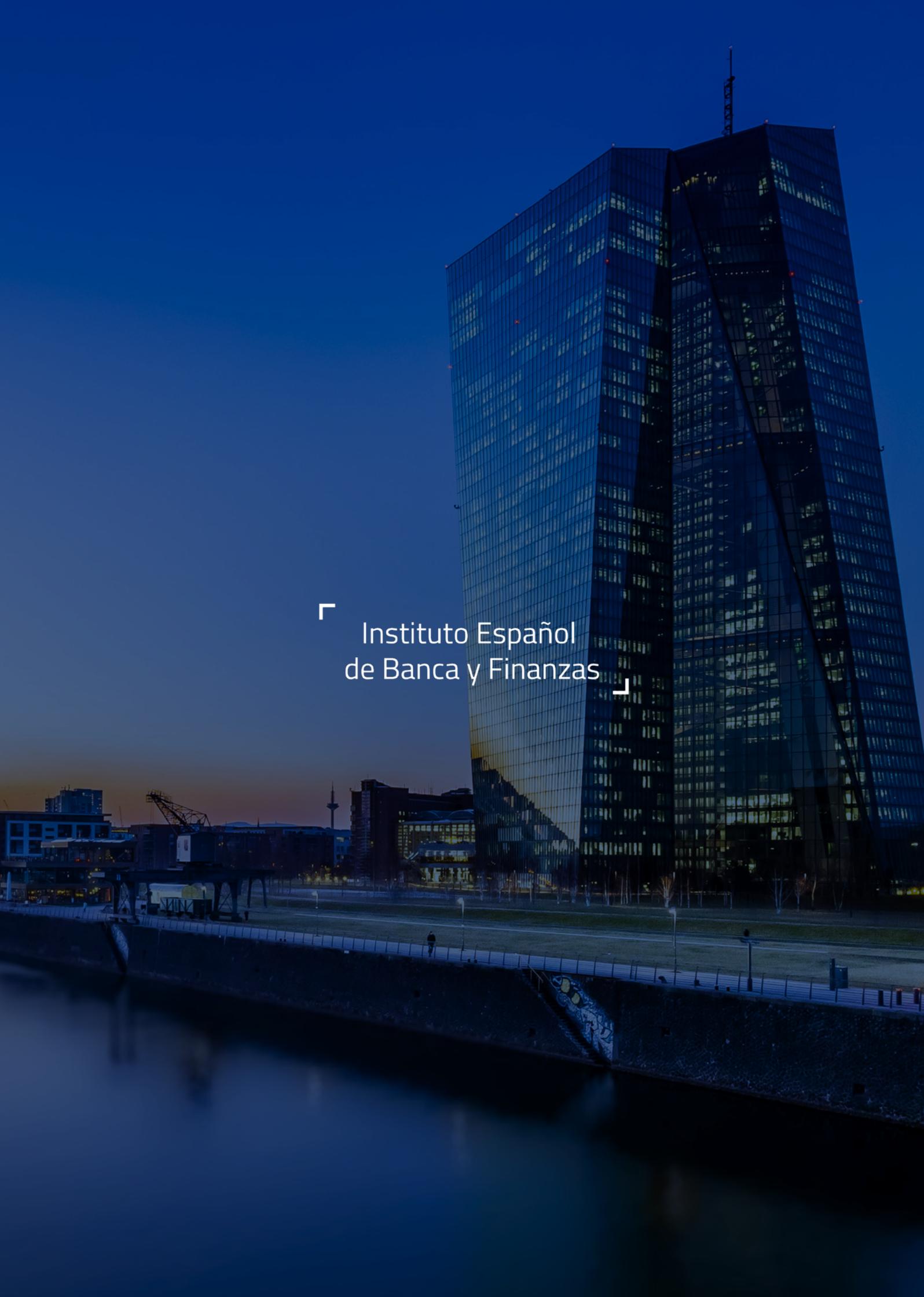
Miguel Yagüe Gurucharri

Es asesor estratégico de supervisores y entidades financieras, labor en la que posee más de veinte años de experiencia. Entre otros puestos, ha sido socio responsable de la práctica de Finanzas y Riesgos en España y Portugal de Oliver Wyman y lideró en el verano de 2012 las conocidas pruebas de evaluación independiente de la banca, en las que se identificaron unas necesidades de capital en el sistema financiero español de cerca de sesenta mil millones de euros. Es Senior Advisor en Boston Consulting Group y Profesor de Análisis Económico, Macroeconomía y Riesgos Bancarios en la Universidad Complutense de Madrid, IE University y CUNEF Universidad. Es Licenciado en Economía con Premio Extraordinario por la Universidad de Barcelona y Máster en Economía y Finanzas por el Centro de Estudios Monetarios y Financieros del Banco de España (CEMFI).

Natalia Martín Gómez

Es economista, graduada en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad Complutense de Madrid. Ha realizado trabajos de investigación centrados en el análisis de la relación entre los tipos de interés y las crisis económicas.





┌ Instituto Español
de Banca y Finanzas ┐