

Decisiones del BCE, el pasado reciente y el futuro cercano

Víctor Gonzalo*

En su primera reunión de julio, y tras un año de estabilidad de tipos, el Banco Central Europeo (BCE) ha colocado el mínimo tipo de la subasta de repos en 4,25%. El Presidente del BCE lo anunció con claridad tras la primera reunión del Consejo del BCE en junio y lo ha venido reiterando, secundado por otros miembros del Consejo, en comparecencias posteriores.

La decisión está justificada por los temores que suscita la inflación actual y la posibilidad de que sus altos niveles se trasladen a la fijación de precios y salarios, en una segunda ronda de incrementos de precios, tras el impacto de la elevación de los de las materias primas. El Índice Armonizado de Precios de Consumo en la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha venido acelerando desde 2006, pasando de tasas anuales cercanas al 2% hasta el 4% de mayo de 2008. En el mismo periodo, la inflación subyacente, medida sobre una base de precios más estables, sin alimentos no elaborados ni energía, ha repuntado desde el 2% al 2,5%.

Este artículo tiene como objetivo racionalizar lo que podría hacer el BCE después de julio de 2008 y evaluar el comportamiento del BCE en la situación económica que le está tocando gestionar. Para ello, se describirá la situación económica internacional, caracterizada por el solapamiento de las crisis cambiaria, de materias primas, financiera e inmobiliaria. A continuación, se comparará el comportamiento de las principales autoridades monetarias en la gestión de la crisis financiera desde mediados de 2007. Finalmente, se expondrá el curso probable de la economía mundial y europea para determinar qué política monetaria podría ser necesaria para mejorar dicho curso.

* Director General Adjunto Grupo CIMD.

El origen de la crisis de 2007 en la economía mundial

En 2007 se constataron en las economías desarrolladas problemas financieros asociados a las malas prácticas crediticias de entidades norteamericanas. Si bien sus efectos estaban siendo anunciados en EE.UU. desde finales de 2006, es en 2007 cuando las entidades de crédito estadounidenses comienzan a revelar el deterioro de sus carteras de hipotecas *subprime*. Posteriormente se encadena el deterioro de valor de carteras de bonos de titulización *subprime* y, por contagio y sobreacción, el de cualquier bono estructurado a partir de titulizaciones, aun en las de activos de alta calidad crediticia.

Avanzado el verano de 2007 se conocieron problemas de fondos de inversión y *hedge funds*, que precipitaron significativas pérdidas en conglomerados bancarios, especialmente entre la banca de inversión norteamericana. También se reconocieron cuantiosas pérdidas en la gran banca europea, caída de entidades y rescates por parte de sus respectivas autoridades supervisoras. No solo hubo caídas de entidades insolventes: en el caso de Northern Rock, el problema fue de iliquidez e incapacidad para atender a los desembolsos de sus pasivos. Desde entonces, el sector financiero vive una constante situación de *stress*, pues la pérdida de confianza ha impedido el normal funcionamiento de los mercados interbancarios, la financiación mayorista de las entidades financieras y, como consecuencia, una fluida financiación de las actividades productivas y del consumo en los principales países desarrollados.

En el caso norteamericano, la crisis inmobiliaria y financiera es el punto final de un proceso gestado desde malas

prácticas bancarias y el excesivo endeudamiento de los hogares. Ni este ni aquellas hubieran podido prosperar desde principios de la década sin laxitud en la regulación y supervisión en EE.UU. (bancaria, de los mercados y contable) o en la gestión de la política monetaria por parte de la Fed.

Así, cuando la Fed comienza a elevar sus tipos de interés en 2004, como respuesta al restablecimiento del crecimiento económico, empieza a minar las posibilidades de pago de un sector privado excesivamente endeudado a tipos de interés revisables. Por ello, desde finales de 2006 se avanzan previsiones de inminente recesión en EE.UU., acompañada de alta morosidad. De no haber sido por sus extremas consecuencias financieras, la recesión podría haber sido otro episodio pasajero. El canal de transmisión financiero, por su rapidez, y el apalancamiento de consumidores y entidades de crédito, por la magnitud de su exposición, ha provocado una extensión sin precedentes de los problemas originados en EE.UU. fuera del área del dólar.

En ocasiones anteriores, la ralentización de la economía norteamericana y del resto de economías desarrolladas había tenido como consecuencia una caída de precios de las materias primas. Así, por ejemplo, después de la primera Guerra del Golfo o de la crisis asiática, se experimentaron sustanciales descensos del precio de las principales materias primas, que actuaban como estabilizadores automáticos de la actividad de las principales economías desarrolladas. No es el caso en la crisis de 2007. La primera razón es el aumento de la demanda de materias primas, como consecuencia del desarrollo industrial de las grandes potencias demográficas, China e India y, en general, del Oriente Asiático. Otra razón a la ausencia de un papel estabilizador en los precios de las materias primas sobre el ciclo económico de los países desarrollados es la inflación generada por años de política monetaria laxa por parte de las principales autoridades monetarias, y especialmente por la Fed.



La respuesta de las autoridades monetarias en 2007 y 2008

Desde mediados de 2007, las economías industrializadas se enfrentan a un conjunto de perturbaciones desfavorables. Por el lado de su producción (oferta), aumentan los costes por el alza del precio de las materias primas. Por el lado de la demanda agregada:

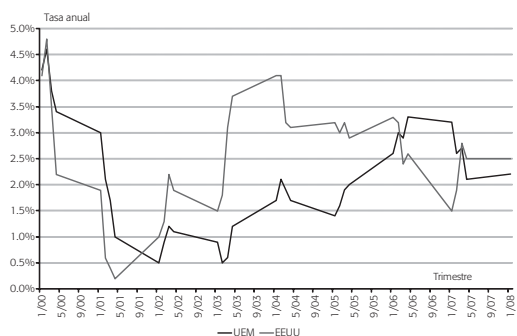
- El aumento de los precios de los productos importados supone una transferencia de renta a los países productores de materias primas.
- La pérdida de valor de los activos inmobiliarios y financieros reduce la capacidad de gasto de consumidores y empresas.
- Se produce una situación generalizada de racionamiento de crédito, que avanza desde las hipotecas de alto riesgo al resto del crédito bancario.

La confluencia de perturbaciones desfavorables en oferta y demanda deprime la actividad y tiene un efecto incierto sobre la inflación.

En EE.UU. el análisis de la situación por parte de la Fed, lleva a la autoridad monetaria a bajar los tipos de interés desde el 5,25% al 2% en el plazo de un año. Esta economía es la más directamente afectada por los problemas de demanda. Además, la precaria situación de sus entidades financieras lleva a aumentar la inyección de fondos a ellas por parte de la Fed, al tiempo que admite, ya en el otoño de 2007, como colateral de las operaciones de préstamo a entidades, bonos de titulización. Con la primera acción, bajada de los tipos de interés, la autoridad monetaria busca una reducción de los costes de financiación para la inversión y el consumo, una depreciación de su divisa y un aumento del valor de los activos financieros e inmobiliarios. Con la segunda acción, inyección de más fondos para la banca y con colateral distinto de la deuda pública, la Fed trata de limitar los efectos que el racionamiento de crédito entre entidades pudiera suponer para la liquidez bancaria. Las crecientes expectativas de inflación parecen no pesar en las decisiones de la Fed, bien porque considera que el efecto inflacionista de los precios de materias primas será compensado por el deflacionista de las perturbaciones desfavorables de demanda o por el temor a una recesión provocada por una situación de extrema debilidad del sector bancario.

Figura 2

Crecimiento del PIB



mismo problema en la UEM que en EE.UU., *a priori* no se deteriora el crédito hipotecario con la intensidad que en EE.UU. También es menor la transferencia de renta al exterior por aumento de los precios de importación y el deterioro del valor de los activos. Por último, el daño para los bancos europeos es inferior al producido en la banca norteamericana.

La política del BCE desde agosto de 2007 se expresa a través de inyección de fondos, pero no de bajada de tipos de interés. El aumento de fondos prestados por el BCE a la banca de la Eurozona es más “natural” que el aplicado por la Fed, al no tener que modificar la instrumentación de la política monetaria, ya que las medidas consisten solo en la ampliación del volumen de los fondos prestados o del plazo de las operaciones de financiación, y no resulta necesaria una ampliación de los colaterales. El objetivo de las medidas adoptadas por el BCE era reemplazar la financiación interbancaria, para que su interrupción no generara en una grave crisis de liquidez como la que afectó a las sociedades hipotecarias británicas.

La publicación de indicadores económicos en la Eurozona, por ejemplo, crecimiento agregado o producción industrial en los primeros meses de 2008, avala el punto de vista del BCE. Con un crecimiento del 0,8% trimestral del PIB de la UEM en el primer trimestre y con un significativo dinamismo en la actividad industrial, podría dar la impresión de que la crisis económica internacional está pasando de largo en la economía de la Eurozona. En el frente de la inflación, los datos no han dejado de sorprender desfavorablemente, situando el crecimiento de precios de consumo en el doble del objetivo del 2%.

Aun sin invocarlo, el BCE ha aplicado una ortodoxia monetarista: no estimular una economía en la que ve peligro de inflación, ante la probable revisión al alza de sus expectativas, pero, al mismo tiempo, garantizar los mecanismos de transferencia de financiación entre entidades o sustituirlos por inyección de fondos a las que podrían sufrir situaciones de racionamiento en los mercados mayoristas.

La crítica más razonable al mantenimiento de tipos por el BCE es su insensibilidad a los efectos reales de la situación de racionamiento en los mercados interbancarios. Bajo un funcionamiento normal de ellos, subidas o bajadas en los tipos oficiales se transmiten desde los tipos de operaciones interbancarias a corto plazo. Así, en circunstancias normales, las decisiones de política del BCE, adoptadas sobre la provisión de fondos a una semana, se transmiten a los tipos de interés monetarios (por ejemplo hasta el plazo de 12 o 24 meses). Pero llevamos casi un año en una situación de excepcionalidad, en la que si bien el BCE no ha modificado tipos, la financiación para los bancos se ha encarecido más de un 1% en el plazo del tipo a un año

Figura 3

Inflación en la UEM

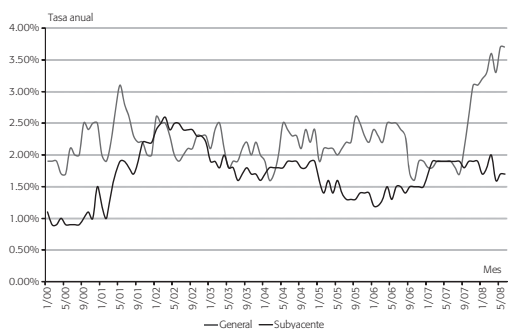
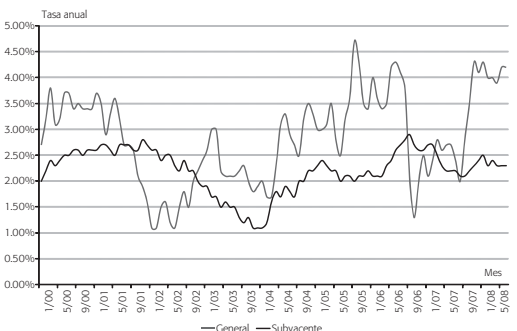


Figura 4

Inflación en EE.UU.



El análisis de la situación de la economía europea por parte del BCE es distinto. Aunque la inflación incorporada por el aumento de los precios de importación representa el

(véase la evolución del diferencial entre los tipos de la deuda pública y los de operaciones interbancarias).

quedará como referencia de malas prácticas de supervisión, de la aplicación política monetaria y de su instrumentación.

Figura 5

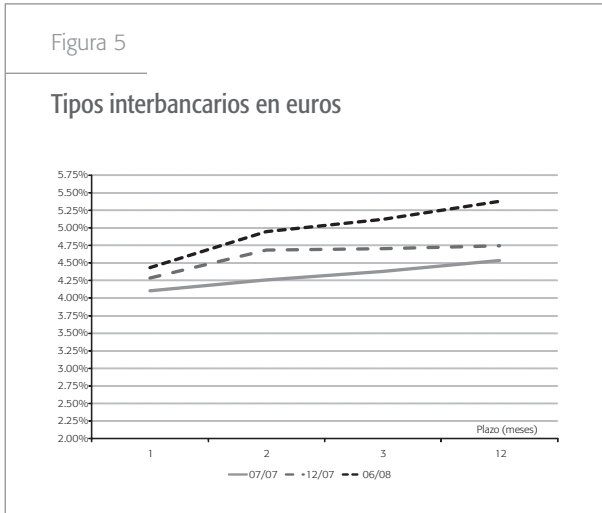
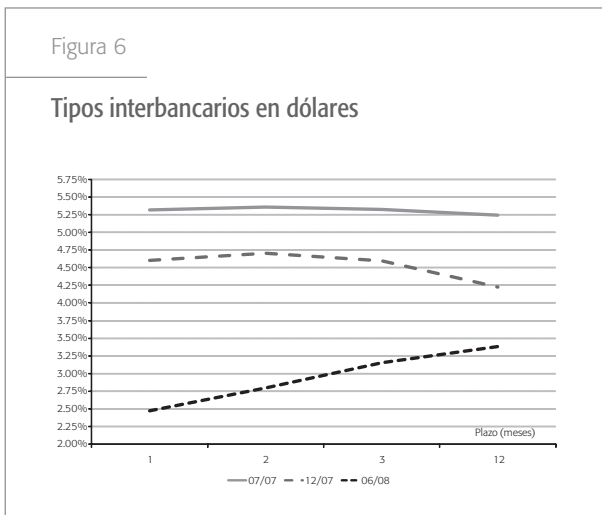


Figura 6



¿Cuál debería ser la respuesta del BCE?

Considero que el BCE ha minusvalorado el riesgo que sobre el crecimiento se deriva de la falta de liquidez interbancaria. El aumento de los tipos de financiación interbancaria está suponiendo en la economía real, no menos de un 1% de alza de los tipos de interés. El aumento del coste de financiación está acompañado de un fuerte racionamiento en los mercados de crédito, apreciación del euro y caída del valor de los activos financieros e inmobiliarios. Todas las noticias en los mecanismos de transmisión de la política monetaria a la economía real son negativas: en conjunto, lo financiero detrae crecimiento y aporta deflación hasta extremos que no han sido adecuadamente valorados por nuestra autoridad monetaria.

Figura 7

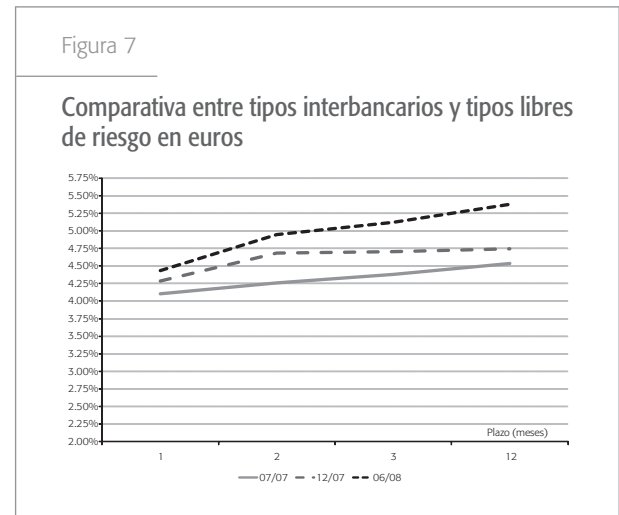
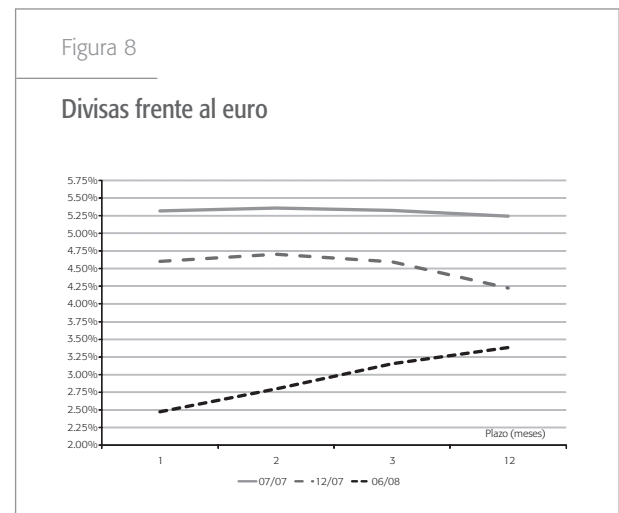


Figura 8



La idoneidad de las medidas adoptadas por la Fed y el BCE es algo que el tiempo ayudará a esclarecer y quién lo haya hecho mejor es algo que sólo se podrá evaluar en perspectiva. Pero, en la comparativa se puede recordar la gestión de la crisis de los setenta (crisis monetaria, cambiaria y de materias primas): la ortodoxia del Bundesbank permitió que Alemania encarara el principio de los ochenta con baja inflación y recuperara el crecimiento mucho antes que EE.UU.

Merece una mención especial la política monetaria británica (Banco de Inglaterra) y su supervisor financiero (FSA): la dejadez de la FSA en el control de liquidez de las *building societies* y la incompetencia del Banco de Inglaterra para gestionar la crisis de liquidez ya era patente al cierre de 2007, y

Tampoco ha tenido en cuenta el BCE el desfase habitual del ciclo económico europeo respecto al norteamericano. Deberíamos esperar una desaceleración de no menos de otros dos a cuatro trimestres.

Ni, por último, parece estar presente en el conjunto de información que maneja el BCE al desfase con el que los precios reaccionan a las perturbaciones de la demanda, con retrasos que van hasta los 18 meses y con respuestas muy lentas. Esto quiere decir que el horizonte al que cabría esperar los efectos negativos de las perturbaciones desfavorables de demanda es, como poco, mediados de 2009. Merecería la pena examinar con mayor detenimiento las previsiones de inflación a medio plazo.

Puede ser comprensible que la autoridad monetaria de la eurozona haya aplicado una táctica de esperar y ver. En este periodo, su gestión de la liquidez, ha sido ejemplar.

Lo que no resulta adecuado, dadas las incertidumbres del momento, es iniciar una fase de alza de tipos de interés. Esta fase ya se ha iniciado, desde el momento que la avanzó el Presidente del BCE, pues sus declaraciones modificaron sustancialmente las expectativas de tipos de interés en la Eurozona.

A ver si ahora para y corrige.