

¿ES YA HORA DE QUE EL BANCO CENTRAL EUROPEO BAJE LOS TIPOS DE INTERES?

Guillermo de la Dehesa, Presidente del Centre for Economic Policy Research (CEPR) y del Observatorio del Banco Central Europeo (OBCE)

En mis últimas votaciones mensuales en las reuniones del OBCE he estado aconsejando al Banco Central Europeo (BCE) que mantuviese los tipos estables y escribí un artículo muy crítico cuando los redujo, por sorpresa, un 0,25% hace un par de meses. Esgrimía entonces dos razones. La primera era que las tensiones inflacionistas no habían desaparecido en la Eurozona y que estas no provenían de una excesiva demanda de consumo, (en cuyo caso sí podría haber sido efectiva la política monetaria), sino de dos choques de oferta: el energético y el laboral para los que sólo medidas de oferta, es decir, reformas estructurales, eran válidas.

La Segunda era que, a consecuencia de lo anterior, daba la impresión de que la política monetaria del BCE no resultaba eficaz. El BCE había subido los tipos del repo semanal durante nueve meses un 2,25% y, a pesar de la subida, el euro seguía cayendo, la inflación seguía subiendo y los tipos de interés a largo plazo, es decir, los rendimientos de los bonos a diez años, apenas habían bajado. Para colmo, mientras el BCE subía los tipos, los Gobiernos de la Eurozona se habían embarcado en una política fiscal expansionista, a través de mayores reducciones de impuestos y de menores reducciones de los déficit presupuestarios de las previstas.

¿A qué se debe esta aparente falta de efectividad de la política del BCE? En parte, a que todavía no tiene ganada la confianza de los mercados financieros, prueba de ello es que las subidas de tipos no han tenido ningún efecto, al menos por ahora, en el valor del euro ni en los tipos de interés a largo plazo. En parte, a que los movimientos de los tipos de interés a corto plazo suelen tener un impacto relativo sobre las decisiones de los consumidores y de los inversores, ya que afectan a los créditos a consumo de corto plazo, pero mucho menos a los de medio y largo plazo que están más determinados por las expectativas, a más largo plazo, de la inflación, reflejadas en los rendimientos de los bonos. Finalmente, a que la política monetaria depende de cómo actúe el llamado “mecanismo de transmisión monetaria”. En los países en que el mercado bancario de créditos, préstamos y depósitos es el dominante en la financiación de empresas y familias, como es el caso de España, de Francia o de Alemania, la política monetaria tarda menos en afectar a las decisiones de consumo e inversión de dichos agentes económicos y, por tanto, tarda menos en ser efectiva. En los países en que el sistema dominante de financiación son los mercados de capitales, es decir, las emisiones de deuda o de acciones, como es el caso de Estados Unidos, el Reino Unido o los Países Bajos, la política monetaria tarda más tiempo en afectar a las variables reales de la economía, es decir, al consumo, la inversión y la producción. Además del sistema de financiación, también afectan a la rapidez de transmisión de la política monetaria los mercados laborales, los mercados de bienes y servicios y el sistema legal. La experiencia muestra que en los países con mercados laborales más flexibles, mercados de bienes y servicios más libres y menos regulados y sistemas legales basados en el “common law”, la transmisión de la política monetaria es más rápida y su efecto es mayor.

Los estudios más recientes que se han realizado sobre la transmisión de la política monetaria en la Eurozona, muestran que, en los países centrales (Alemania, Francia e Italia), una subida de tipos de interés por parte del BCE tiende a tener efectos negativos sobre la producción entre tres y cuatro trimestres más tarde, y dichos efectos suelen desaparecer a los dos años. Los efectos sobre la inflación suelen ser más tardíos. La inflación empieza a declinar

seis a ocho trimestres después de la subida de tipos y sus efectos tienden a desaparecer hacia los tres años.

Este largo prolegómeno viene a cuento para mostrar que los efectos de las subidas de tipos por parte del BCE, que comenzaron ya hace casi un año, sobre el crecimiento del PIB de la Eurozona, empiezan a dejarse sentir en la rápida desaceleración de nuestras economías que se ven doblemente afectadas por la fuerte contracción de la economía norteamericana y para mostrar, asimismo, que los efectos sobre la inflación van todavía a tardar unos meses en tener su máximo impacto. Mientras tanto, la inflación se está moderando por la menor presión de los precios del petróleo y por la desaceleración de la demandas europea y norteamericana.

Los datos más recientes de la economía de la Eurozona muestran que continúa la fuerte caída de la producción industrial en el segundo trimestre, que probablemente ha caído un 0,6% respecto del primero. Las exportaciones netas también han caído en el segundo trimestre un 0,5%. El PIB, después de crecer un 0,5% en el primer trimestre no ha crecido en el segundo y se espera que mejore algo en el tercero y cuarto trimestres para situarse, en el conjunto del año, en el 1,9%, en el mejor de los casos. El IPC armonizado del segundo trimestre ha sido del 3,2%, superior al 2,6% del primero, pero está desacelerándose en este trimestre (2,7% en Julio) con lo que podría crecer en el conjunto del año en el 2,7%. Los efectos de esta desaceleración se empiezan anotar en la tasa de desempleo que está volviendo a aumentar en Francia y en Alemania. Los índices de confianza del consumidor y de nivel de compras también están cayendo en los últimos meses aunque aún se mantienen a niveles superiores a las medias históricas. Sin embargo las ventas al por menor se mantienen e incluso están repuntando ligeramente, lo que puede indicar que el consumo, que tiene una correlación mucho mayor con el índice de ventas al por menor que con el de confianza del consumidor, pudiera repuntar en lo que queda de año, especialmente en el cuarto trimestre.

Con todos estos indicadores a la vista y teniendo en cuenta los desfases temporales que sufre la efectividad real de la política monetaria, sería lógico que, a finales del mes de Septiembre en que la tasa de inflación habrá caído al 2,5%, el BCE iniciase un paulatino descenso de los tipos de interés hasta final de año que debería de sumar unos 50 puntos básicos para ayudar a la recuperación del PIB de la Eurozona en el año 2002.