



Transversal

José García Montalvo

Catedrático
de Economía
de la UPF

Con los precios al cuello



El rápido aumento de la inflación y la constatación de que no será un fenómeno tan transitorio como se pensaba están provocando un enorme terremoto económico. Las últimas sacudidas han venido de las subidas de tipos del Banco de Inglaterra (quinta), el Banco de Suiza (primera subida en 15 años) y la Reserva Federal esta semana. Las expectativas de tipos al otro lado de Atlántico indican que tras el incremento de 0,75 de la pasada semana seguirá otro igual en julio y otro medio punto en septiembre. Los tipos en Estados Unidos podrían acabar el año en el 3,4% frente a la expectativa del 1,9% de principios del 2022. Esta clara aceleración ha despertado una enorme inquietud también en los países de la zona euro. Es cierto que la situación es diferente en los dos lados del Atlántico. En Estados Unidos, la presión de la demanda, sustentada en parte por un impulso excesivo de los estímulos fiscales, puede atenuarse mediante estas subidas de los tipos de interés. De hecho, ya empieza a observarse su impacto en el sector inmobiliario. El inventario de viviendas a la venta, que cayó a mínimos en febrero, ha aumentado en dos meses un 21%. La venta de viviendas usadas ha caído desde enero un 16%, mientras que la venta de viviendas nuevas se desploma un 40%. Por otra parte, es necesario actuar rápidamente para parar la inflación puesto que ya está anclándose en las expectativas y está provocando efectos de segunda vuelta muy intensos, con subidas de salarios en torno al 6%.

La situación en Europa es diferente. Los precios están subiendo fundamentalmente por problemas de oferta (cadenas de abastecimiento, guerra de Ucrania) y no tanto por la presión de la demanda. En esta situación, el rápido aumento de los tipos de interés tiene un impacto limitado sobre la contención de la inflación. Asimismo, y a diferencia de Estados Unidos, no parece que se haya producido un desanclaje tan claro de las expectativas inflacionistas, y los salarios están todavía bastante contenidos. Además, en la zona euro existe un temor subyacente que tiende a condicionar el proceso de normalización monetaria: los elevados niveles de deuda pública de algunos países. Estrictamente hablando, este factor no debería interferir en las decisiones del BCE, pues implica embarrar la política monetaria con la política fiscal, pero no hay duda de que el BCE también le presta atención, aunque no sea un objetivo declarado de su política. Para eso existen todo tipo de eufemismos. Un ejemplo es el concepto de *instrumentos antifragmentación* "para evitar que la política monetaria pierda tracción". Implicaría que hay que tener un mecanismo de compra de deuda soberana de algunos países para que las decisiones de política monetaria tengan los efectos deseados. Pero la realidad es que se pretende evitar el encarecimiento de la financiación de los países europeos más endeudados. El problema es grave. Por ejemplo, en Italia, el martes, el tipo de la deuda ya se situaba en el 4,18%. La reunión extraordinaria del miércoles consiguió calmar algo los ánimos en los mercados de deuda, aunque la tormenta volvió al día siguiente.

Este episodio recuerda a lo sucedido en el periodo de crisis de la deuda europea del 2010-2014, en versión agravada, puesto que muchos países tienen un

volumen de deuda pública bastante mayor que en aquel momento. Pero realmente hay diferencias muy significativas. Primero, el nivel de inflación era muy inferior al de la actualidad. Eso quiere decir que la ratio deuda sobre PIB, que es la que realmente importa en términos de sostenibilidad, puede mejorar por el mero aumento del producto medido a precios corrientes. En el 2010, las ratios de deuda sobre PIB aumentaban por la caída del PIB. En segundo lugar, y también muy importante, la inflación aumenta la recaudación impositiva, lo que, dado un gasto, reduce la necesidad de financiación adicional. En tercer lugar, el BCE tiene más experiencia en el funcionamiento de mecanismos para reducir las primas de riesgo, y los países de la UE tienen más experiencia en cooperación e instrumentos comunes.

Pero no todas las diferencias son positivas. Hay también diferencias negativas respecto a la anterior crisis de deuda europea. Es evidente que el famoso "haré lo que haga falta y, créanme, será suficiente" de Draghi no puede repetirse indefinidamente sin perder credibilidad. Hablar de instrumentos extraordinarios para reducir la fragmentación financiera unos días después de subir el tipo de interés y anunciar que se iba a dejar de comprar deuda supone un serio quebranto a la credibilidad del BCE. Y no debemos olvidar que el activo más importante de un banco central es su credibilidad. En el 2012, las palabras de Draghi fueron suficientes sin necesidad de poner en marcha el mecanismo OMT (Outright Monetary Transactions, operaciones monetarias sin restricciones).

**La evidencia
Lo sorprendente
de la situación
actual es su
previsibilidad,
pues el BCE
no podía seguir
comprando
deuda de forma
indefinida**

En su momento, Paul Krugman llamó farol a este mecanismo, pues nadie sabe que habría sucedido si hubiera sido necesario activarlo.

¿Qué opciones tiene en este momento el BCE? Una posibilidad es poner en marcha un procedimiento similar al OMT. El problema es que su condicionalidad, ligada en aquel momento al programa de ajuste macroeconómico del Mecanismo de Estabilidad Europeo, haría menos creíble el "hacer todo lo que haga falta". Seguramente este y otros instrumentos servirían para ganar tiempo, pero finalmente el BCE no puede hacerlo todo y necesitaría a las instituciones de la UE para calmar la tempestad. Lo sorprendente de la situación actual es su previsibilidad, pues el BCE no podía seguir comprando indefinidamente la deuda emitida por los países, y estos tendrían que acudir al mercado. Muchos economistas pedían desde hace tiempo que se prepararan planes de sostenibilidad de la deuda para convencer a los mercados de su solvencia cuando fuera necesario volver a acudir a ellos para financiarse. La flexibilización de las reglas fiscales durante varios años y el alargamiento del vencimiento de la deuda de algunos países han reducido la presión para realizar estos planes, y ahora nos encontramos con una nueva crisis de la deuda. Claramente, ya no podemos esperar más. |

Cuestión de confianza

Hablar de instrumentos extraordinarios para reducir la fragmentación financiera tras subir tipos y anunciar que se iba a dejar de comprar deuda daña la credibilidad del BCE