



MOVIMIENTO HISTÓRICO DEL BANCO CENTRAL

La ametralladora monetaria



OPINIÓN

José García Montalvo

El BCE disparó ayer una ametralladora monetaria. Algunas de las balas son de foguero y otras de bajo calibre. Las potencialmente más efectivas se las guarda en la recámara, aunque anuncia que las tiene preparadas. Pero empezemos por el principio. El BCE es prácticamente la única institución europea que ha sido capaz de mantener su credibilidad durante la crisis actual. Resistiendo con coherencia a todos los que presionaban para que incumpliera su mandato, el BCE se mantuvo firme y utilizó las herramientas disponibles de manera técnicamente impecable. En una zona económica donde la mayor parte de la financiación es bancaria lo lógico es canalizar las inyecciones de liquidez a través del sector financiero y no intentar imitar lo que hacen en países donde los mercados dominan la financiación empresarial. El mantenimiento de la credibilidad del BCE fue fundamental para que las palabras mágicas del verano de 2012 ("crearme será suficiente") surtieran efecto justo en el momento en que era más necesario.

Sin embargo en los últimos meses el BCE había dejado que la inflación se situara muy por debajo de su objetivo. Si en principio se podía aceptar que el bajo nivel de inflación era coyuntural, después de muchos meses y de las últimas previsiones del propio BCE era imposible seguir manteniendo esta teoría. Además, los economistas tenemos un buen historial en el combate contra la inflación, pero pésimas referencias en la lucha contra la deflación. Por este motivo es preciso actuar de manera preventiva pues, una vez enquistada, no sabemos cómo salir de una espiral deflacionista.

● **Balas de foguero.** La bajada del tipo de interés al 0,15 y el tipo negativo para los depósitos en el BCE no tendrán un efecto significativo, aunque si tienen un potente mensaje simbólico. Los bancos centrales de Dinamarca, Suiza o Suecia ya utilizaron esta medida sin que se produjera una caída de los depósitos ni un aumento significativo del crédito. Es cierto que el BCE es mucho más grande que estos bancos centrales, pero esto no es una cuestión de tamaño. Es interesante notar que en los últimos tiempos economistas como Rogoff habían argumentado que una de las ventajas del dinero electrónico y las monedas virtuales era la posibilidad de eliminar el problema del límite cero del tipo de interés y, por tanto, potenciar la capacidad de tiro de los bancos centrales. Si la acción del BCE provoca una reacción de los bancos comerciales que suponga ofrecer unos tipos negativos a sus clientes (supongamos un tipo cero con el cobro ineludible de una comisión de mantenimiento) la decisión de los usuarios de mantener el efectivo en sus casas podría afectar al impacto de la medida.

● **Balas de bajo calibre.** El BCE también plantea nuevas inyecciones de liquidez pero condicionadas (*Targeted LTRO*). De nuevo se trata de una medida técnicamente bien estructurada. La liquidez va a través de los bancos pero solo para financiar a empresas. Nada de comprar deuda pública ni financiar hipotecas.

La experiencia del Reino Unido, donde la burbuja inmobiliaria se reactivó con una financiación condicionada que no excluía las hipotecas, y la inestimable ayuda del programa público "Help to buy", ha servido de guía para evitar el mismo error. Es cierto que las operaciones anteriores de *LTRO* no tuvieron el efecto deseado pero la situación actual es diferente. En el pasado la falta de demanda empresarial solvente tuvo mucha influencia en la ineficacia de esta medida. En la actualidad la demanda está resurgiendo y, si encuentra oferta, podría sustentar un incremento significativo del crédito. La no esterilización de las operaciones de compra de activos también es un aspecto positivo en la consecución de los objetivos del BCE.

● **Balas en la recámara.** Como ya es tradicional en las decisiones del BCE gran parte de la

Nunca es tarde ...



OPINIÓN

Javier Andrés

Por fin el Banco Central Europeo se ha decidido a actuar a fondo ante las señales continuadas de un bajo crecimiento y una preocupante y persistente baja inflación en la eurozona. En mi opinión el BCE ha tardado demasiado en actuar con más decisión en esta segunda fase de la recesión en Europa, en especial una vez que quedó claro que los gobiernos estaban decididos a continuar con los esfuerzos fiscales necesarios para controlar la crisis de deuda soberana y que unas empresas y familias serian endeudadas no podrían contribuir

Por otra la preocupación por la reacción de unos mercados de activos excesivamente al alza ante inyecciones adicionales e indiscriminadas de liquidez. Por último, la preocupación por la salud financiera y la capitalización de unos bancos europeos que van a ser elementos importantes en la transmisión de las medidas que ayer se anunciaron y que no serán efectivas hasta que el nuevo chequeo a la industria bancaria europea señale que instituciones están en condiciones de canalizar estos fondos hasta el sector productivo.

La cuestión es si el nuevo conjunto de medidas funcionará para recomponer el crédito al sector privado. En este sentido reducción de 10 puntos básicos del tipo de interés es más bien simbólica pero tiene su importancia ya que al llevar el tipo al límite el BCE está reforzando su mensaje de que esta política ha venido para quedarse durante mucho tiempo, lo que puede influir en los tipos a largo y por ello en el consumo y la inversión. Un efecto parecido puede tener el anuncio del estudio de un programa de expansión cuantitativa mediante la compra de distintos tipos de valores para ser aplicado si las condiciones del mercado lo requieren.

Pero, junto al tipo negativo de los depósitos en el propio BCE, la estrella de la reunión de ayer fue la importante línea de crédito a los bancos condicionada al incremento de los préstamos a las empresas. Una acción de este estilo es la que se venía reclamando desde hace tiempo ya que supone una intervención dirigida al segmento más deteriorado del mercado. Es importante que estos fondos a bajo coste sean condicionales a su uso por el sector productivo no financiero, y que no se incluya en él el crédito hipotecario, como por ejemplo si hace el programa *Funding for Lending Scheme* del Banco de Inglaterra, para no entorpecer el necesario e inacabado ajuste de precios en este sector. Si se acierta con su diseño estamos ante una política monetaria que reconoce de lleno la existencia de componentes del mecanismo de transmisión monetaria que funcionan con eficacia diversa por lo que requieren medidas muy específicas, en vez de otras más indiscriminadas.

Pero el éxito de estas medidas no está garantizado. Pueden fracasar bien porque se queden cortas o porque contribuyan a dirigir la liquidez adicional a unos mercados de valores que están alcanzando unos niveles muy elevados y desconectados de la situación económica de la eurozona, generando nuevas burbujas. Hay que confiar en la capacidad técnica del BCE para navegar entre estos dos riesgos en el futuro. La política monetaria tiene la ventaja de una extraordinaria flexibilidad para corregir su curso cuando las condiciones lo requieren. La provisión de liquidez a la banca contra un colateral específico de préstamo al sector productivo tiene la ventaja de que es relativamente fácil de controlar por parte del BCE si en algún momento aprecia que los bancos no están usando estos fondos adecuadamente. Y también es susceptible de ser aumentada si es eficaz pero se queda corta en algún momento.



Moneda de un euro.

potencia de tiro se basa en lo que anuncia y no dispara todavía. En este caso se anuncia que el mecanismo de compra de bonos respaldados por activos privados está prácticamente completado. Pero con buen criterio el BCE no actúa todavía. Este debe ser el último recurso. Los que alaban la expansión cuantitativa norteamericana no tienen en cuenta que su eficacia no se ha probado todavía pues, como en un 'castell', hace falta montarlo pero también desmontarlo con orden para que sea válido. Esta segunda parte de la expansión cuantitativa todavía no se ha comprobado. Por último Draghi nos deja otro de sus ya famosos avisos para navegantes, que cobran más relevancia después de su renovada credibilidad: "¿Hemos acabado? Todavía no... Si se requiere relajaremos todavía más la política monetaria".

mucho a aumentar la demanda interna en medio de una restricción de crédito.

Al margen de las diferentes visiones que conviven en el Consejo del BCE, hay razones objetivas que explican este retraso. Por una parte el escaso margen de maniobra en cuanto a los instrumentos convencionales.

El BCE ha tardado en actuar en la segunda fase de la recesión, pero hay razones objetivas que explican el retraso

La decisión estrella del Banco Central es la línea de crédito a los bancos que se condiciona al aumento de crédito a empresas