

Economistas Frente a la Crisis

El pensamiento económico al servicio de los ciudadanos

9. Reformas en la Gobernanza Monetaria: El papel del BCE. Objetivo de Política Monetaria. Estatutos. Política cambiaria.

La política pasivamente restrictiva del BCE en la actualidad ha generado graves riesgos de deflación, comprometiendo la sostenibilidad de la deuda pública y privada en la Eurozona y la recuperación económica. El BCE está incumpliendo su mandato de manera manifiesta ya que su política actual ni garantiza la estabilidad de precios, dado el riesgo de deflación, ni contribuye a la cohesión económica y social.

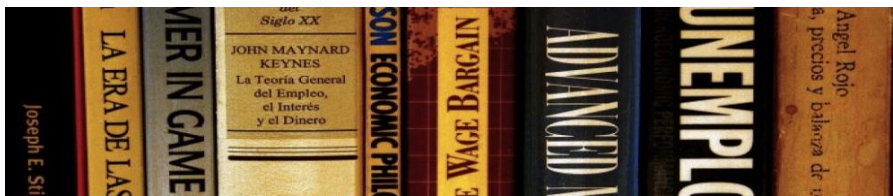
Esta renuencia a actuar de manera decididamente expansiva debe acabar urgentemente para dar paso a una política monetaria moderna que combine instrumentos tradicionales con otros no-estándar. En particular, el BCE debe agotar el margen de la política convencional de bajada de tipos, acompañándolo de políticas no convencionales como la expansión de su balance. Paralelamente, el BCE debe adoptar una política de comunicación más agresiva que revele el compromiso de aplicar políticas expansivas hasta que la tasa de inflación del área euro se sitúe en su valor objetivo en torno al 2% o incluso por encima dados los riesgos actuales de deflación.

La política monetaria tiene siempre efectos redistributivos: típicamente un tono expansivo transfiere recursos desde los países ahorradores hacia los deudores. Por ello, en el contexto actual una mayor tasa de inflación ayudaría también al reequilibrio macroeconómico de la zona euro, compartiendo el esfuerzo del ajuste entre países deudores y acreedores. La presión de los países acreedores por no ver reducida la rentabilidad de su ahorro no debe comprometer la política monetaria actual para el conjunto de la Eurozona. La política monetaria del BCE se enfrenta, más que a una limitación jurídica, a una restricción política.

La política monetaria actual del BCE explica por qué la zona euro – que registra el crecimiento más débil entre las economías avanzadas – tiene la moneda más fuerte, al tiempo que se enfrenta a una tasa de desempleo del 12% y a un grave riesgo de deflación. En efecto, la tasa de inflación de la zona euro ha venido cayendo desde finales de 2011 y se sitúa ahora en el entorno del 0,7%. El consenso en las previsiones actuales para 2014 la sitúan apenas unas décimas de punto porcentual por encima de la tasa de 2013. Es más, los indicadores sobre las perspectivas de inflación a medio plazo apuntan a tasas inferiores al 1,5%. Teniendo en cuenta que la economía de la eurozona se encuentra aún muy débil, creciendo por debajo de su potencial, y que la Unión Monetaria está sumida en un doloroso proceso de ajuste interno, el peligro de deflación es real y aterrador. Por cada mes transcurrido con una tasa de inflación en la Eurozona próxima o menor al 1%, aumenta el riesgo de que sus Estados Miembros caigan en un equilibrio deflacionista.

Un euro excesivamente apreciado, riesgo significativo de deflación y alto desempleo son rasgos claramente sintomáticos de una **política monetaria excesivamente restrictiva**, a pesar de que los tipos del BCE se encuentran en su mínimo histórico. Más allá del manejo de los tipos de interés, las autoridades monetarias han demostrado el enorme potencial que tienen las medidas no convencionales como la expansión de los balances y la política de comunicación o *forward guidance* para afectar a las variables reales y financieras, así como a las expectativas de los agentes.

La experiencia de los últimos años acredita que en ocasiones los meros anuncios de determinados programas – como el OMT – y la manifestación decidida de que el BCE actuará como lo que debe ser, el prestamista de última instancia de la zona euro – como puso de manifiesto el ya famoso “*whatever it takes*” de Draghi – son



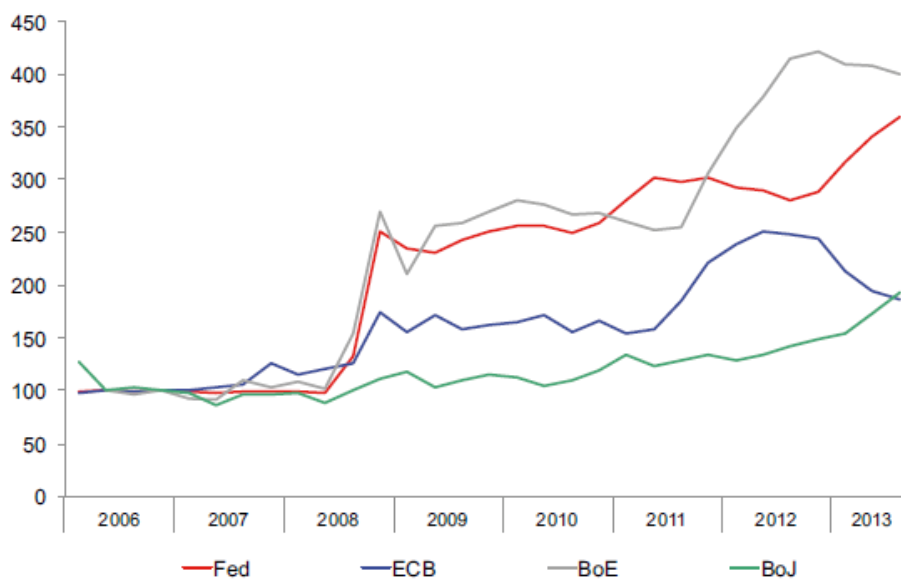
Economistas Frente a la Crisis

El pensamiento económico al servicio de los ciudadanos

suficientes para que se despliegue la magia de las expectativas sin que, en la práctica, sea necesario siquiera llegar a utilizar dichos instrumentos. De hecho ni un solo bono de deuda pública se ha comprado todavía bajo el programa OMT. La comparación de los ratios de deuda pública y los costes de financiación de la misma entre finales de 2011 y finales de 2013 abundan en lo anterior: a pesar de que los ratios de deuda pública han aumentado considerablemente en la mayoría de los países de la Eurozona, sus costes de financiación se han reducido desde entonces, desacoplados en la práctica de los niveles de endeudamiento. Fueron las palabras de Draghi las responsables de la nueva tendencia.

En el contexto actual, el BCE no ha agotado ni el margen de la política convencional de bajada de tipos ni las posibilidades de las políticas no convencionales. Mientras tanto los bancos centrales del resto de economías avanzadas han llevado a cabo políticas agresivamente expansivas, sobre todo a través de operaciones de expansión de sus balances - lo que se conoce como *quantitative easing* -. Frente a ello, el balance del BCE se ha contraído de manera significativa desde finales de 2012 como resultado de las devoluciones anticipadas de parte de las operaciones de refinanciación de largo plazo (LTRO). El resultado es una política monetaria pasivamente restrictiva, en comparación con la llevada a cabo por otras autoridades monetarias.

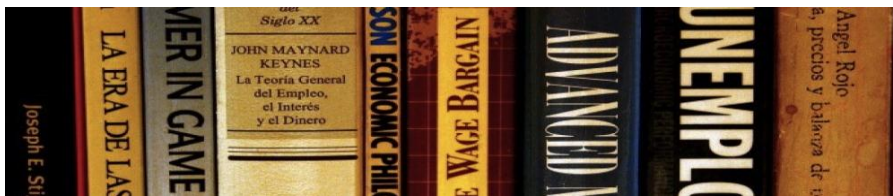
Activos totales de bancos centrales (% PIB – base 100=2006Q2)



Fuente: Bancos Centrales, voxeu

Este tipo de política monetaria es especialmente dañina en circunstancias como las que atraviesa actualmente la Unión Monetaria. En particular, porque:

- El **riesgo de deflación** agrava las perspectivas de la deuda pública de los países de la zona euro, con consecuencias especialmente graves para aquellos países en los que sus niveles de deuda pública y privada son ya motivo de preocupación. La caída generalizada de los precios en una economía hace que, manteniéndose todo lo demás constante, aumente el ratio de deuda sobre el PIB nominal y, en definitiva, se deteriore la sostenibilidad de la deuda. En un contexto en el que muchos países de la zona euro se encuentran sumidos en una estricta consolidación fiscal para reducir sus ratios de déficit y deuda pública, la deflación desbarataría gran parte de esos esfuerzos fiscales y pondría de nuevo en peligro a la zona euro. Además, el riesgo de deflación dificulta el ajuste interno de precios relativos que tiene que producirse dentro de la Unión Monetaria y que para los países de la periferia pasa por reducir sus precios respecto a los del resto de la Unión. Si la inflación de la zona euro está en niveles



Economistas Frente a la Crisis

El pensamiento económico al
servicio de los ciudadanos

tan bajos, el reajuste de precios en la periferia pasa necesariamente por la deflación, lo que debe evitarse a toda costa.

- Un **euro demasiado apreciado** impide que las exportaciones tengan un papel más activo en la recuperación económica y por tanto, retrasa y debilita la salida de la crisis, sobre todo en los países periféricos. El euro se ha venido apreciando de manera intensa desde Julio de 2002, respecto a las monedas de los principales competidores internacionales. Mientras que la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra o el Banco Central de Japón han llevado a cabo políticas monetarias decididamente expansivas, el tono más contractivo de la de Frankfurt ha desembocado en ese encarecimiento relativo del euro. La apreciación de nuestra moneda está contrarrestando las ganancias de productividad y la reducción de los costes empresariales en los países de la periferia. Estudios empíricos apuntan a que una depreciación del euro de un 10% en la actualidad aumentaría el valor de las exportaciones entre un 7 y un 8% en el conjunto de la Eurozona, mejorando la competitividad relativa de las empresas exportadoras y estimulando la entrada de nuevas empresas exportadoras.
- La **fragmentación financiera** de la que adolece en la actualidad la zona Euro y que impide la correcta transmisión de la política monetaria a través de un canal de crédito disfuncional, agrava las consecuencias de su tono pasivamente restrictivo.

Situaciones extraordinarias como la actual requieren que se agoten las posibilidades de las medidas no convencionales. Es fundamental que el BCE se decida en favor de una **política monetaria más expansiva en cuanto a su tono y moderna en cuanto a sus instrumentos**. Esto, además de ser urgente e imprescindible desde el punto de vista económico, es perfectamente factible desde el punto de vista jurídico, incluso dentro de los límites actuales que los Tratados imponen a la política monetaria del BCE. De hecho, en el marco regulatorio actual el BCE está obligado, una vez garantizada la estabilidad de precios, a apoyar los objetivos generales de la Unión Europea entre los que se encuentran la cohesión económica y social. Hoy, con la Eurozona enfrentándose a un grave riesgo de deflación y a una tasa de paro en máximos históricos, el BCE no cumple ni con lo uno ni con lo otro.

Una política monetaria convencional de bajada de tipos debería combinarse con un nuevo programa de financiación a largo plazo. También es preciso que el BCE adopte una política de comunicación más agresiva, haciendo “*forward guidance*” como sus contrapartes en el resto de economías avanzadas. Debe aprovechar su credibilidad para comprometerse a aplicar políticas monetarias no convencionales hasta que la inflación a medio plazo de la zona euro alcance una tasa superior al 2%. Teniendo en cuenta el riesgo de deflación actual, es preciso flexibilizar este umbral para favorecer que las expectativas de inflación se anclen en un nivel superior al actual.

Toda política monetaria conlleva efectos redistributivos y la que proponemos aquí supondría en la práctica una transferencia de recursos desde los países acreedores (fundamentalmente Alemania), que verían disminuir la rentabilidad de su ahorro, hacia los países deudores. No es de extrañar por tanto que, a pesar de los riesgos actuales, exista una fuerte oposición a una política monetaria más expansiva.

Sin embargo, cumplir con los requerimientos que imponen los Tratados, incluido el de la estabilidad de precios, exige un cambio urgente y decidido en la orientación de la política monetaria. Reformar el mandato del BCE para que la estabilidad de precios y la cohesión económica y social sean objetivos al mismo nivel de importancia debe ser el paso siguiente para evitar que puedan reproducirse situaciones como la actual.