

Economía

REFLEXIONES DE LA POLÍTICA DEL BCE

Ahora que la inflación está en retirada: ¿sirvió de algo subir tanto los tipos de interés?

Los deudores empiezan a ver la luz al final del túnel después de dos largos años en los que han hecho frente a la inflación y a unos costes financieros prohibitivos



Estás leyendo gratis un artículo de pago

Accede un año por solo 2,00€/mes



EC EXCLUSIVO Artículo solo para suscriptores

Europa ha vivido, en los tres últimos años, la **mayor crisis inflacionista en cuatro décadas**, pero ha sido un episodio que **apenas ha durado tres años**. Ha sido un *shock* de oferta provocado básicamente por dos factores: la escasez de suministros posterior a la pandemia y la crisis energética por la invasión de Ucrania. Son dos fenómenos que tenían los días contados, porque el mercado acaba buscando soluciones para resolver los **problemas de oferta**. En el caso de la energía, por ejemplo, Europa ha potenciado otras fuentes (renovables) y **ha encontrado otros proveedores de hidrocarburos**.

Si las causas de la inflación eran temporales, **¿qué sentido ha tenido la subida de los tipos de interés?** Esta es la gran pregunta que se hacen muchas familias que siguen sufriendo para pagar la cuota de la hipoteca. Y los economistas no tienen una respuesta.

"**No lo sé**", reconoce Manuel Hidalgo, profesor de economía de la Universidad Pablo de Olavide, "no tenemos ninguna certeza de lo que habría ocurrido si no se hubiesen subido los tipos de interés. Es una cuestión de probabilidades". No es habitual que los economistas asuman que no pueden explicar qué hubiera ocurrido en un universo paralelo en el que los bancos centrales hubiesen optado por dejar que el mercado digiriera el *shock* de precios. Lo que sí saben es el riesgo que hubiesen asumido en ese caso.



TE PUEDE INTERESAR

¿Quién contribuyó más a la inflación? El BCE apunta a las empresas

Carlos Sánchez

"La alternativa a subir los tipos de interés era muy peligrosa", continúa Hidalgo, "las expectativas de inflación podrían haberse **desanclado**, entrando en un escenario muy negativo". Cuando los agentes económicos, tanto empresas como trabajadores/consumidores, asumen que los precios van a seguir subiendo, se inicia una pelea para preservar poder adquisitivo que genera una espiral de subidas de salarios y precios muy difícil de frenar. Algunos economistas **empezaron a pronosticar en 2022 inflación alta durante décadas**. "Ese es el escenario que se vivió en los años 70 [con las crisis del petróleo] y que sólo se consiguió frenar con una subida mucho más fuerte de los tipos de interés", explica. En EE. UU., llegaron hasta el 22% en 1980, desencadenando una crisis en todo el mundo que fue especialmente grave en los países emergentes (la crisis de deuda de Latinoamérica). Cuando las expectativas se desanclan, los sacrificios necesarios para volver a controlarlas son muy superiores.

Los bancos centrales han subido los tipos de interés para crear un *cortafuegos* entre un brote temporal de inflación y una crisis grave de inflación. **Les movió el temor** a sufrir una gran *deflagración*, pero lo que no tienen claro es si el *fuego* se hubiese propagado sin la existencia de ese *cortafuegos*. Pero también es muy posible que ese cortafuegos haya ayudado a contener la inflación y haya contribuido a que este episodio inflacionista haya sido tan corto. Todavía no hay evidencia que lo demuestre. "Los bancos centrales tenían mucho miedo del cambio de expectativas de los agentes sociales", explica Antonia Díaz, doctora en economía y catedrática en la Universidad Complutense de Madrid.

El Banco Central Europeo ha teorizado sobre estas crisis de oferta. [Un estudio](#) de Bandera, Barnes, Chavaz, Tenreiro y von dem Berge pone la distinción entre *shocks* aislados o consecutivos. En el caso de un episodio aislado, como ocurrió con los precios de la energía en 2011, se solucionan sin necesidad de que el BCE actúe, porque las expectativas de inflación no se mueven en todo el episodio. Sin embargo, cuando se concentran varios *shocks*, el riesgo de desanclaje se multiplica. De hecho, tras el inicio de la invasión de Ucrania, **las expectativas de inflación de los mercados subieron levemente** antes de estabilizarse cuando los bancos centrales empezaron a subir los tipos de interés.

Expectativas de inflación y tipos de interés

Evolución de las expectativas de inflación a largo plazo del mercado para la eurozona (5Y5Y forward inflation swap) y tipo de interés de referencia del BCE.



Gráfico: El Confidencial • Creado con [Datawrapper](#)

Pero ese mismo estudio muestra las **dudas del BCE** sobre la relación entre las subidas de los tipos de interés y las expectativas de inflación en el corto plazo. "Esas dudas las tenemos los economistas, y también el propio Banco Central Europeo", explica Díaz.

Sin embargo, hay **algunas certezas** a las que es posible aferrarse. Una de ellas es que los tipos de interés hasta el año 2022 estaban en mínimos históricos, en terreno negativo. Esto es, existía una política monetaria muy expansiva como consecuencia de una situación muy particular de tensiones deflacionistas y crecimiento anémico en Europa. Cuando estas tensiones deflacionistas desaparecen, los argumentos para mantener una política monetaria tan acomodaticia se tambalean.

Aquí llega el *santo grial* de los banqueros centrales: la r^* (o r-estrella). Hablamos del tipo de interés neutral, esto es, el nivel de tipos de interés que tendría una economía para mantenerse en equilibrio y no generar inflación (aquí [un artículo para entender el concepto](#)). El tipo de interés natural es una **brújula para los bancos centrales**, ya que tratan de dirigir su política monetaria en esa dirección de neutralidad. El problema es que no es una variable observable, sino que es necesario calcularla a partir de otros muchos indicadores y los resultados varían según la metodología utilizada.

En lo que parece que hay consenso es en que el tipo de interés natural estuvo bajando persistentemente desde los años setenta hasta antes de la pandemia y que en los últimos años ha empezado a subir. Según los **últimos cálculos del BCE**, **habría vuelto a terreno positivo** y estaría en algún punto entre el 0% y el 1%. Este cambio estructural, por sí mismo, ya obligaría a los bancos centrales a subir los tipos de interés para no generar inflación. De hecho, ningún economista piensa hoy que los tipos vayan a volver al 0%, y menos a niveles negativos.



TE PUEDE INTERESAR

La década que vivimos peligrosamente: cuando la inflación subía un 28% anual

Alfredo Pascual Datos y gráficos: María Zuñil

Existe cierto consenso, aunque no unanimidad, en que los bancos centrales **tenían que reaccionar en 2022**. "La subida no se produce desde cualquier nivel, sino desde tipos al 0%: normalizar la política monetaria era algo que tenía que ocurrir, antes o después", explica Daniel Fuentes, profesor de Teoría Económica de la Universidad de Alcalá.

¿Había que llegar tan alto?

La otra gran duda es si era necesario subir tanto los tipos de interés en Europa o si hubiese sido suficiente con un movimiento más moderado. En este punto, los consensos se deshacen y las dudas se multiplican. El BCE ha recibido muchas críticas por subir los tipos de interés hasta un nivel al que no había llegado en su historia.

Técnicamente esto no es cierto, porque el tipo de referencia en la actualidad, la **facilidad de depósito**, se quedó en el 3,75% frente al 4% del tipo de interés principal que se alcanzó en 2008. De hecho, el máximo del **Euríbor** en esta crisis ha estado casi **140 puntos básicos por debajo del máximo** de la burbuja inmobiliaria.

Evolución del euríbor



Al margen de esta cuestión técnica, la discusión de los expertos ha girado en torno a una de las curvas más famosas de la economía, la de **Phillips** ([aquí el artículo original](#) en el que se expuso). Lo que representa esta curva es la **relación entre la inflación y la tasa de desempleo**: cuando la inflación sube, la economía se calienta y el paro se reduce, y a la inversa. Son, por tanto, dos variables inversas. Sin embargo, en esta crisis, la bajada de la inflación no ha provocado un aumento del desempleo, lo que ha llevado a algunos expertos a argumentar que la curva de Phillips **se ha vuelto vertical**, porque cuando el mercado laboral se acerca al pleno empleo, cualquier subida de la inflación ya no reduce el paro.

Lo que significa todo esto es que, en ese punto de la curva, tanto las subidas como las bajadas de la inflación apenas tendrían impacto en el crecimiento económico. Con esta interpretación, los bancos centrales tenían margen para aplicar una política monetaria muy restrictiva para contener la inflación con **escaso impacto sobre la actividad económica**.

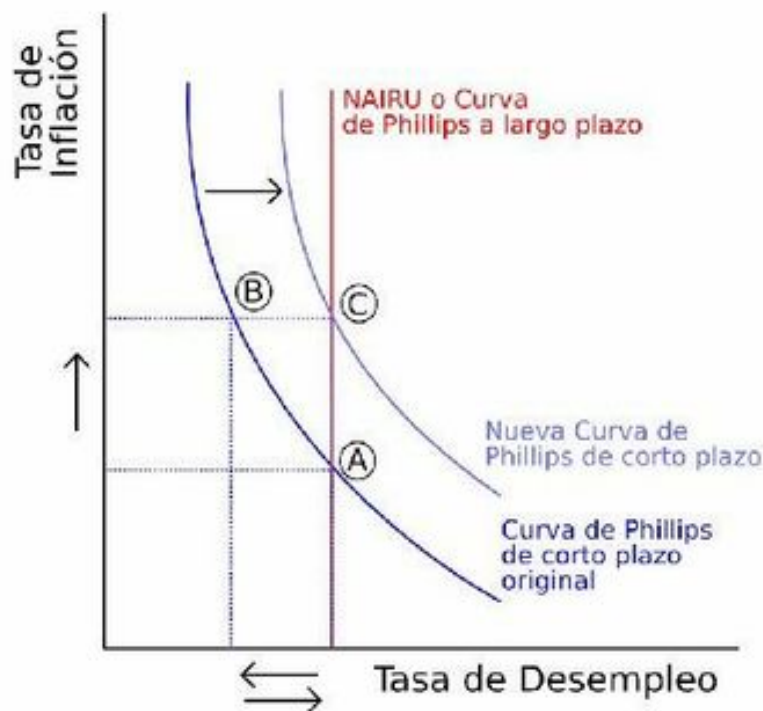


Imagen explicativa de la curva de Phillips.

Esta nueva aproximación a una **curva de Phillips no lineal**, en la que ha tenido un papel destacado el jefe de la División de Política Monetaria del Banco de España, Galo Nuño, es una de las posibles explicaciones sobre lo que ha ocurrido en los últimos años. Tanto Estados Unidos como muchos países europeos han vivido en pleno empleo (tasas de paro en mínimos históricos) durante el ciclo de endurecimiento de la política monetaria y la inflación ha seguido **un camino de ida y vuelta**.

La economía ha resistido a la crisis inflacionista y al endurecimiento de la política monetaria. Estados Unidos ha mantenido un crecimiento estable del 3% interanual durante todo este periodo, pero Europa sí ha sufrido un importante bache, llegando al umbral de la contracción económica a finales de 2023. "Veo indicios que apuntan a que el BCE **ha subido demasiado los tipos de interés**", advierte Díaz, "Alemania está en una situación económica muy delicada y el deterioro de la demanda ha sido un agravante".

Sin embargo, los países que más deberían haber sufrido como consecuencia de la subida de tipos son los del sur de Europa, en especial España y Portugal, por ser los más endeudados y quienes están más expuestos al euríbor. Sin embargo, han sido **líderes del crecimiento de la eurozona** con un avance notable de la demanda privada. Los factores monetarios se mezclan aquí con los estructurales: Alemania sufre una crisis de modelo económico tras perder el acceso a la energía barata rusa. De ahí que no exista un vínculo evidente entre la crisis de la eurozona y la subida de los tipos de interés.

El tipo de cambio

Una de las críticas más recurrentes que recibe el BCE es que **se obsesionó** con seguir el ritmo de los tipos de interés de la Reserva Federal, cuando la economía estadounidense estaba mucho más recalentada que la europea. En Estados Unidos sí existía una inflación de demanda que en Europa era muy discutible. Y ese argumento está en lo cierto: la política de **la Fed** ha influido sobre el BCE.

Pero hay una razón de peso para ello: el tipo de cambio. Cuando un banco central sube los tipos de interés, la rentabilidad del ahorro se incrementa y acuden más inversores a comprar activos en ese país. Esto provoca inmediatamente una apreciación de la divisa. Si el BCE se hubiese quedado rezagado respecto de la Reserva Federal, **el euro se habría depreciado** más de lo que lo hizo, encareciendo así el coste de las importaciones, sobre todo de la energía, cuyos contratos suelen estar vinculados al dólar. "En ausencia de ese factor, es posible que el BCE hubiera seguido una senda de tipos de interés diferente, con un nivel de llegada no tan alto como el registrado", explica Fuentes, "así es la economía: no se toman decisiones únicamente en función de lo que ocurre dentro de una determinada zona económica, sino **de lo que sucede en la economía global**".

No es una situación extraordinaria. Por ejemplo, los países europeos con monedas propias suelen verse arrastrados por las decisiones del BCE para evitar los efectos negativos que tiene el tipo de cambio sobre la inflación. Dinamarca llegó tan lejos en la década pasada que los bancos pagaban por conceder hipotecas y cobraban por aceptar depósitos. Aunque el tipo de cambio no es un objetivo en sí mismo para los bancos centrales, no hay dudas de que es un **mecanismo fundamental de transmisión de la política monetaria**. Y en esto hay pocas dudas: quedarse al margen de las subidas de los tipos de interés implica importar inflación, sobre todo en países tan dependientes de la energía externa como son los europeos.

Esto no significa que haya sido imprescindible subir los tipos de interés hasta niveles tan altos, pero la **acumulación de riesgos** si no se hubiese hecho es suficiente para justificar un endurecimiento de la política monetaria por parte del BCE.

Pero Europa tiene un problema adicional que no tienen otros países: la **heterogeneidad de sus miembros**. Basta mirar los cuatro grandes países del euro para comprender que cada uno está en una fase diferente, por lo que podrían necesitar políticas monetarias diferentes. Italia y España crecen a gran velocidad gracias al sector servicios, pero necesitan inversión, mientras que Alemania tiene una crisis de modelo y Francia tiene grandes **desequilibrios fiscales** y externos.

"Es más sencillo para la Fed pilotar la política de tipos que hacerlo desde el **BCE** cuando Alemania, Francia, Italia y España presentan unas constantes vitales tan diferentes, que no responden solo al impacto de la pandemia o al alza de precios energéticos, sino a desequilibrios estructurales diferentes", apunta Fuentes. De hecho, es habitual que el BCE reciba **críticas contradictorias** desde los diferentes países: para unos vuela demasiado alto y, para otros, demasiado bajo.

El equilibrio es complicado y **complacer a todos, imposible**. El BCE todavía tiene que estudiar en detalle (y está en ello) el impacto de sus decisiones. El efecto de la política monetaria tarda cerca de un año en impactar sobre la economía, por lo que es pronto para hacer una valoración completa. Pero, con los datos recopilados hasta la fecha, no parece que vaya a pasar a la vitrina de grandes fracasos del BCE junto a la imagen de Jean Claude Trichet. "El *shock* de oferta implicaba un coste que los agentes económicos tenían que asumir, por lo que era imposible pasar inmunes por esta **crisis de precios**. Pensar que había forma de evitar este coste no es razonable", sentencia Hidalgo.