

La nueva senda de la política monetaria

píldoras

28 Febrero 2022

La Política Monetaria ha sido protagonista en los últimos días por las novedades que se anuncian. La inflación, que ya es un hecho, ha provocado el anuncio de **cambios en unas políticas monetarias** que, hasta la fecha, estaban alineadas internacionalmente. La escalada de la inflación está generando discusión y puede que políticas que limiten la compra de deuda y subidas de tipos por los bancos centrales. Precisamente hoy, 28 de febrero, el INE ha presentado su avance del mes de febrero para el IPC, el cual nos confirmaría un 7,4% de evolución interanual para el índice general, así como un 3% para el nivel subyacente. **Se trataría del dato de inflación más elevado desde 1989.**

¿Cuál es la situación actual?

EE.UU.

Las recientes declaraciones de Jerome Powell demostraron su firme compromiso contra la inflación. El objetivo prioritario de mantener la estabilidad del nivel de precios, récord actualmente en la economía estadounidense, llevó a anunciar al presidente de la FED su intención de finalizar con los programas de compras de activos a comienzos del próximo mes de marzo de 2022. El consenso de los mercados apunta a que, en el próximo año, se vayan produciendo subidas de tipos, y la FED abrirá las puertas a esta medida en varias ocasiones a lo largo del mismo.

UNIÓN EUROPEA

Aún marca distancias respecto a la economía estadounidense. Christine Lagarde anunciaba en su última rueda de prensa la preocupación expresa del BCE por la inflación dada su reciente evolución, y lleva al mes de marzo el punto de control para evaluar la nueva situación conforme a las proyecciones macroeconómicas de la institución en ese momento.

De un modo similar al caso estadounidense, el Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP), programa de compras de activos especialmente lanzado ante la irrupción del COVID-19, llegará a su fin en marzo de este año.

REINO UNIDO

Ya el pasado 16 de diciembre de 2021 el Banco de Inglaterra (BoE por sus siglas en inglés) llevó a cabo una subida de tipos desde el 0,10% al 0,25% y, casi dos meses después, se anunciaba una nueva subida de 0,25 puntos, situándolos en 0,5%. En una situación de incremento de precios elevada (5,4% interanual a cierre de diciembre 2021), el BoE, por el momento, ha sido el único en intervenir en los tipos de interés vigentes.

¿Cuál es el efecto esperado de materializarse esta nueva situación en la economía?

Los efectos de este nuevo escenario son múltiples:

Desde el punto de vista inflacionario, estas medidas tienen como objetivo reducirla. Para ello, **los fondos que las economías nacionales pueden tomar prestados del BCE se encarecen**. Este sobrecoste que los bancos comerciales soportan en última instancia repercute sobre el cliente final, implicando un mayor precio para los productos de financiación y un acceso al crédito más difícil. Tanto a nivel particular como empresarial esto conduciría a una reducción del consumo y del crecimiento y a un cierto aumento del ahorro. El crédito en circulación disminuye, contribuyendo al control de precios en el corto plazo. En la misma línea, el **incremento de tipos de los depósitos sobre reservas que el BCE remunera** a los bancos supondría un aliciente a contener excedentes de liquidez procedentes de las economías nacionales en el balance de la institución central, favoreciendo igualmente el efecto anterior.

La reducción y/o finalización de los planes de compra de títulos de deuda domésticos por parte del BCE implica un cambio fundamental en la estructura de financiación de los estados. En la actualidad, una buena parte de la deuda soberana es absorbida por el BCE. Si paulatinamente se empiezan a liberar estos activos y se limitan las compras, el estado español se verá en la necesidad de colocar esos títulos de deuda a nuevos inversores, lo cual le obligará a ofrecer rentabilidades más altas. Esto conllevaría un mayor coste de financiación para España de su deuda y un consiguiente aumento de la prima de riesgo, junto con la necesidad de detraer recursos presupuestarios de otras partidas para hacer frente al denominado servicio de la deuda.

Concreta y específicamente cabe considerar **la posición de España en cuanto a deuda pública**. En una economía como la nuestra, que estructuralmente presenta niveles de deuda más abultados en comparación con otros socios europeos, la percepción del riesgo es mayor, lo cual contribuye en mayor medida que en otras economías más saneadas a un crecimiento de los intereses a pagar y, por tanto, se incrementa el coste de financiarla, llevándonos a una espiral que, de acentuarse, contribuiría a una elevación de la prima de riesgo con sus consiguientes efectos sobre la posición deudora internacional.

Si bien el objetivo primordial del BCE, aún más considerando el escenario actual, es la estabilidad de precios, la contracción de la política monetaria después de un largo periodo de intereses históricamente bajos puede inducir efectos negativos, por lo que sería deseable que estas medidas se fuesen graduando en el tiempo.

La rapidez de los efectos que hasta la fecha se han producido en los mercados (ver gráficos), permite observar la gran influencia de estos anuncios de los bancos centrales, aunque hasta ahora solo se trate de anuncios.

Resumen de rentabilidad sobre el bono alemán a 10 años



Resumen de rentabilidad sobre el bono español a 10 años



Evolución: Prima de riesgo frente a Alemania

Los recientes anuncios han causado reacción en el rendimiento del bono a 10 años tanto alemán como español. De manera bastante notable los últimos días han traído consigo subidas, tal y como se puede observar.

La prima de riesgo de España ha sufrido las primeras consecuencias. Para comienzos de febrero ya había subido desde los 68 hasta los 85 puntos, comenzando a reflejar el sentimiento del mercado.



Por tanto, como ya hemos indicado, si finalmente se llevaran a cabo estas medidas, es previsible que nos enfrentemos a cambios relativamente rápidos en los costes de financiación nacionales, ante lo que economías como la española, dada su posición de deuda, se verían sensiblemente afectadas. En ese caso, y con el fin de cuantificar el grado de los efectos finales, también hay que analizar la estructura de deuda de cada país –el plazo medio al que se emite, que en el caso español es de 8 años–. Cuanto más largo sea, menor impacto tendrán estas medidas en el corto y medio plazo.

Un menor crecimiento económico a consecuencia de la disminución del crédito disponible, un menor crecimiento empresarial, el aumento del paro, la disminución del nivel de consumo o el aumento de las primas de riesgo son riesgos y posibles efectos colaterales de un nuevo escenario monetario como el que se baraja, y pone de manifiesto una vez más la necesidad de acometer reformas estructurales que traten de mejorar la competitividad de los distintos sectores económicos españoles.

En el otro lado de la balanza de los efectos, estaría la nueva posición de las instituciones financieras y de los ahorradores. Las primeras, por que dispondrán de recursos con un margen de negocio diferente para aplicarlas a financiación de los agentes económicos y, los segundos, verán retribuidos sus depósitos

después de largos años de ausencia de rentabilidad en los mismos. Asimismo, si con estas medidas se lograra estabilizar la inflación en torno al 2%, se podrían mitigar los efectos esperados sobre el pago del servicio de la deuda y dejar atrás el miedo a la deflación.

Todo este análisis queda supeditado al **desarrollo del conflicto entre Ucrania y Rusia**. Una situación tan grave como el estallido de un conflicto armado es posible que traiga relevantes consecuencias en el crecimiento económico internacional, más aún considerando el rol estratégico de ambas naciones en torno al gas y el petróleo. Un alza mayor de los precios en estos suministros, potenciado por restricciones y/o cambios en los mismos, podría traer consecuencias de calado sobre el ritmo del crecimiento económico. Este escenario, que contemplaría un rápido avance de los precios junto con un ralentizado crecimiento económico (si no recesión en el peor de los casos), podría inclinar a las autoridades centrales a reestructurar la intensidad y el calendario de las reformas monetarias previstos a principios de año. De ese modo podríamos ver en los próximos meses como el BCE o la FED reducen o aplazan la retirada de estímulos generalizada con el fin de no agravar la posible desaceleración de la economía.

LEEMOS POR TI

Tras varios años respaldados por una política monetaria expansiva sin precedentes, la irrupción de la inflación ha provocado que los principales bancos centrales ya abran las puertas a cambios significativos. La contracción monetaria, según qué país, y la gradualidad con la que se ejecute, comportarán cambios de mayor o menor intensidad en términos de consumo, empleo y crecimiento económico.

Las expectativas de los agentes juegan un papel fundamental en la situación presente, y de tener que implementarse subidas de tipos de manera más abrupta a consecuencia de un desfavorable avance de la inflación, países con deuda abultada como España, Grecia e Italia, aunque con diferente origen –los dos primeros de mayor peso internacional y el último nacional–, se mostrarían más vulnerables en su posición deudora y con mayores costes de financiación que otras economías de la Unión Europea.

La intensidad y la celeridad de este nuevo enfoque de medidas monetarias podrían ser menores, por los problemas que origina el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, para no dañar más las perspectivas de crecimiento económico actuales en la Eurozona.