

Artículos de Prensa

Madrid, 7 de febrero de 2014
Análisis Económico

Expansión

Sonsoles Castillo
Economista Jefe de
Escenarios Financieros de
BBVA Research

¿Podemos esperar más del BCE?

La autora explica que, si bien el Banco Central Europeo no ha tomado medidas drásticas para combatir el riesgo de deflación, “no debería haber dudas de que puede ofrecer una respuesta suficientemente agresiva si las condiciones lo requieren”.

En su reunión de ayer, el BCE no hizo cambio alguno en su política monetaria. No bajó tipos, a pesar de que queda algo de margen en este frente, incluso se puede plantear un tipo de depósito negativo. Tampoco anunció ninguna medida de las denominadas “no-estándar”, que afectan al tamaño de su balance, ni hizo cambio alguno en su política de “conducción de expectativas” (forward guidance), esto es, dando una señal más explícita de por cuánto tiempo o bajo qué condiciones va a mantener los tipos de interés bajos.

En los últimos días el número de analistas que esperaba una acción por parte del BCE, básicamente un recorte marginal de tipos, fue aumentando. El mercado también lo descontó con cierta probabilidad a juzgar por la reacción inmediata del euro, que se apreció de nuevo frente al dólar, y los tipos de interés en los mercados monetarios, que subieron ligeramente. Que el BCE no haya actuado, no quiere decir que no lo haga más adelante. De hecho, hay varios elementos que apuntan a que la presión para que el BCE haga algo más pronto que tarde está aumentando. La rueda de prensa de Mario Draghi ayer no ha contribuido en absoluto a reducir esta presión, más bien lo contrario.

Si bien es cierto que en lo relativo al crecimiento, la recuperación económica está efectivamente en marcha, la gradualidad, la fragilidad y los riesgos a la baja, a los que recientemente se suma el deterioro en emergentes, son sus tres elementos característicos. Los potenciales elementos de presión para el BCE están en dos frentes. Primero, tensiones en los mercados monetarios y, segundo, presiones deflacionistas. En el ámbito del mercado monetario, al BCE le preocupa particularmente que la rápida reducción del exceso de liquidez que se viene produciendo en el Eurosistema en los últimos meses, derivado de las devoluciones anticipadas de la liquidez que los bancos tomaron en las subastas de liquidez a largo plazo (LTRO), provoque un tensionamiento indeseado de las condiciones monetarias. Algo de esto se apreció en las semanas previas al cierre de 2013 y primeras semanas de 2014: Los tipos de interés repuntaron fuertemente aunque de forma transitoria, encareciendo las condiciones de financiación del sistema, algo que puede considerarse indeseado cuando apenas unas semanas antes el BCE recortó tipos. Estas tensiones se han moderado recientemente, y quizá por eso este tema ha estado bastante ausente en la rueda de prensa del BCE, pero pueden reaparecer en cualquier momento, dado que el tamaño del colchón de liquidez es cada vez menor.

Respecto a las presiones deflacionistas, es evidente que es foco de preocupación actual de la autoridad monetaria europea. A los bajos niveles de inflación, se ha sumado recientemente una nueva sorpresa a la baja en el dato de inflación de enero, que si bien parece obedecer principalmente a componentes más volátiles (energía y alimentos), sitúa a la inflación en niveles poco confortables para el banco central. Y no tanto porque las previsiones apunten a una caída continuada, adicional y sostenida de la inflación, que no es en absoluto el escenario central, sino porque los riesgos de acercarse a un equilibrio malo (deflación) aumentan por el mero hecho de permanecer durante mucho tiempo en entornos de baja inflación. Como el propio Mario Draghi enfatizaba ayer en rueda de prensa, el entorno es muy incierto y complejo, lo que complica enormemente la valoración de los riesgos.

¿Qué cabe esperar del BCE en adelante? Las acciones adoptadas en los años recientes por los principales bancos centrales, incluido el propio BCE, han puesto de manifiesto el enorme potencial de la política monetaria. Más allá del manejo de los tipos de interés, los bancos centrales han demostrado contar con potentes palancas para afectar a las variables reales y financieras, y más importante aún, a las expectativas de los agentes. Una vez agotada la vía de los tipos de interés al situarse en el entorno del 0%, los bancos centrales han hecho uso de dos instrumentos muy potentes. Primero, la expansión de los balances, donde se incluyen las conocidas como quantitative easing (QE), así como la provisión de liquidez del BCE al sistema bancario a largo plazo a través de las también famosas LTRO. Y segundo, la política de comunicación (forward guidance) para guiar las expectativas sobre los tipos de interés han sido y siguen siendo dos palancas clave. El BCE no ha agotado el margen en ninguno de estos frentes, sea tipos, balance o comunicación. Y, por tanto, el margen de acción es bien amplio para atajar cualquiera de los riesgos que todavía planean sobre la zona euro. Ayer, el BCE no votó por una acción preventiva, pero no debería haber dudas de que será agresiva si las condiciones lo requieren.